

UNIVERSITE DE PARIS — FACULTE DE DROIT

LA RÉORGANISATION BANCAIRE AUX ÉTATS-UNIS

et la

CRISE DU DOLLAR

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le Jeudi 7 Mars 1935, à 14 heures

PAR

Louis Edmond SUSSFELD

Licencié ès Lettres

Diplômé de l'École des Sciences Politiques

MEMBRES DU JURY :

Président : M. R. PICARD

Suffragants : { M. AFTALION } Professeurs
 { M. BAUDIN }

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU et C^{ie}

ÉDITEURS

14. rue Soufflot et rue Toullier, 13

1935

THÈSE

POUR LE DOCTORAT EN DROIT

LA RÉORGANISATION BANCAIRE AUX ÉTATS-UNIS

et la

CRISE DU DOLLAR

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le Jeudi 7 Mars 1935, à 14 heures

PAR

Louis Edmond SUSSFELD

Licencié ès Lettres

Diplômé de l'École des Sciences Politiques

MEMBRES DU JURY :

Président : M. R. PICARD

Suffragants : { M. AFTALION } Professeurs
 { M. BAUDIN }

PARIS
LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU
ROUSSEAU et C^{ie}

ÉDITEURS

14, rue Soufflot et rue Toullier, 13

1935

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

Depuis un siècle, les Etats-Unis n'ont pas cessé de stupéfier l'Europe. Le pays est si vaste, les ressources naturelles si nombreuses, le climat si extrême, les hommes si jeunes et si ardents, que bien des vérités admises et reconnues dans notre vieille Europe perdent toute valeur sitôt qu'on les transporte sur l'autre rive de l'Atlantique.

Parmi les axiomes d'une bonne politique figure la nécessité d'avoir des banques solides et une monnaie stable ; elle n'est plus valable en Amérique. Les Etats-Unis ont construit leur immense fortune avec un système bancaire détestable et au milieu des tribulations monétaires. Entendons-nous : le concept européen d'une bonne banque est de faire honneur à ses engagements ; ce n'est pas ainsi que les Américains l'entendent. Une bonne banque, sur les rives du Hudson ou du Mississippi, c'est une banque qui fait tout ce qu'elle peut pour aider ses clients et les inciter à développer leurs affaires ; si elle doit un jour fermer ses guichets, tant pis pour ses déposants, car les épargnants et les rentiers sont des poids morts pour la jeune et bouillante Amérique.

Même raisonnement en ce qui concerne la monnaie ; pour un Français, un billet de mille francs n'a de valeur que parce qu'il sait que, théoriquement au moins, il peut, à tout moment, aller à la Banque de France et l'échanger contre de l'or.

L'Américain ne se soucie pas de conceptions aussi abstraites ; un billet de cent dollars représente pour lui, la possibilité de s'acheter un phonographe, une T.S.F. ou une automobile ; il ne le gardera pas dans son coffre et ne le laissera pas longtemps à son compte en banque ; l'argent est fait pour circuler. Il lui importe peu que son dollar soit ou non convertible en or ; pour lui, il conservera la même valeur tant qu'il lui procurera les mêmes jouissances.

« Notre système monétaire et bancaire — dira-t-il — n'est peut-être pas construit selon les règles de la pure logique, mais tel qu'il est, il nous a rendu de grands services ; pourquoi bâtir pour l'éternité quand nous savons que notre œuvre peut se trouver démodée dans dix ans ».

De là vient que les lois bancaires sont presque toujours des lois de circonstances ; elles ont suivi les crises mais n'ont jamais réparé que les parties les plus compromises de l'édifice. Le système tel qu'il se présente aujourd'hui est un mélange hétéroclite d'idées audacieuses et de conceptions désuètes.

Les Américains avaient pourtant commencé par essayer un système emprunté à l'Europe ; une première fois en 1791, une deuxième fois en 1816, ils avaient confié à un établissement unique le rôle d'institut d'émission. Le malheur voulut qu'en 1836, la Banque des Etats-Unis, mal dirigée, dut fermer ses portes.

Passant alors d'un extrême à l'autre, ils laissèrent toutes les banques émettre des billets à leur guise ; ceux-ci valaient ce que valait la banque qui les émettait. De là naquit une confusion dont les Etats-Unis souffrent encore à l'heure actuelle.

La question monétaire et la question bancaire se trouvaient indissolublement liées ; on n'est jamais parvenu à les séparer ; un siècle d'histoire en apporte la preuve : Le National Bank Act (1863) suit l'inflation des « greenbacks », le Federal

Reserve Act (1913) est issu de la disette de numéraire de 1907, le Banking Act (1933) et la dépréciation du dollar, sont les communes suites de la panique de mars 1933.

Cette dernière crise, surtout, était sérieuse ; elle a révélé de façon flagrante que le système bancaire ne répondait plus aux besoins de l'heure.

Depuis le Federal Reserve Act, les Etats-Unis ont subi de très profonds changements.

En 1913, ils étaient encore presque un pays de colonisation, accueillant chaque année des centaines de milliers d'émigrants ; les lois de 1917, 1921 et 1924 ont interrompu ce flot ; actuellement, moins de 100.000 Européens par an viennent s'établir aux Etats-Unis ; le caractère de la population s'en trouve affecté. Celle-ci était, autrefois, surtout composée de nouveaux arrivés qui avaient tout à gagner et rien à perdre ; maintenant, la proportion des rentiers et des petits bourgeois a augmenté ; un plus petit nombre cherche à faire fortune, un plus grand nombre à conserver ce qu'ils ont acquis.

La guerre a eu son influence aussi. Elle a considérablement enrichi les Etats-Unis ; jusqu'en 1914, ils étaient les débiteurs de l'Europe ; aujourd'hui, ils sont ses créanciers, et pour des sommes énormes. Dans la nature du commerce extérieur, on trouve une évolution analogue. Les Etats-Unis étaient autrefois, comme tous les pays neufs, exportateurs de matières premières et importateurs de produits fabriqués ; la proportion a aujourd'hui tendance à se renverser.

Toutes ces transformations ont changé la structure économique des Etats-Unis. Ils sont encore un pays jeune, mais leurs besoins et leurs soucis commencent à ressembler à ceux des vieilles nations européennes.

Le système bancaire qui pouvait leur donner satisfaction il y a cinquante ans, ne leur offre plus aujourd'hui la sécurité nécessaire pour jouir en paix de leur fortune acquise.

L'alerte de mars 1933 a été trop sérieuse pour que le gouvernement américain n'en tienne pas compte.

Le Président Roosevelt a entrepris de donner à son pays une monnaie et des banques adaptées à ses besoins. Ce sera l'objet de notre étude de voir s'il y est parvenu.

PREMIÈRE PARTIE

Le système bancaire et monétaire des Etats-Unis avant la crise de 1933

CHAPITRE PREMIER

Organisation générale du système bancaire

National Banks et State Banks

En 1929, au moment où s'est déclanchée la dernière grande crise économique, l'organisation bancaire des Etats-Unis reposait principalement sur deux lois : Le National Bank Act de 1863 et le Federal Reserve Act de 1913.

Jusqu'en 1863 toutes les banques, bonnes ou mauvaises, pouvaient sous certaines garanties émettre des billets de banque ; il en résultait que l'usage du papier monnaie était, pour les particuliers, coûteux et aléatoire. Le National Bank Act était dans son origine une loi monétaire. Par suite de la confusion des problèmes monétaires et bancaires, il a dû, pour pouvoir instaurer une monnaie saine, organiser un système

bancaire solide. Jusqu'en 1862, les banques n'avaient à se soumettre qu'aux lois de l'Etat où elles étaient installées ; nombre d'entre elles aujourd'hui encore sont régies par les législations locales ; ce sont les « State Banks » ; la loi de 1863 a créé une nouvelle catégorie de banques, placées sous le seul contrôle du gouvernement fédéral, en l'espèce le Contrôleur de la Monnaie (« Controller of Currency ») : ce sont les « National Banks ». Elles doivent fournir périodiquement des rapports de leur activité à Washington, reçoivent fréquemment la visite d'inspecteurs fédéraux, et toutes les opérations considérées comme spéculatives et dangereuses leur sont interdites. Elles devaient primitivement conserver disponibles des réserves représentant de 15 à 25 % de leurs dépôts, qui étaient représentées soit par des espèces en caisse, soit par des dépôts dans certaines banques plus importantes, les « Central Reserve City Banks ». Elles seules pouvaient émettre des billets de banque car les émissions des State Banks étaient frappées de taxes prohibitives ; le montant des billets qu'elles avaient le droit de mettre en circulation ne devait pas dépasser leur capital ; en contre-partie elles devaient déposer au Trésor à Washington un montant égal d'obligations fédérales désignées par le gouvernement et portant le privilège d'émission. Elles déposaient de plus 5 % de leurs émissions en monnaie légale dans un fonds de garantie à Washington. On reprochait vivement à ce système d'immobiliser inutilement des capitaux importants en obligeant chaque banque individuellement à conserver des réserves élevées ; la circulation fiduciaire manquait totalement d'élasticité ; son volume dépendait non des besoins du commerce et de l'industrie, mais de l'importance des émissions du Trésor. Il n'y avait pas d'organe centralisateur pour assurer les règlements entre banques et l'on devait continuellement recourir à des envois de numé-

raire ; enfin les fonds du Trésor étaient répartis dans près de deux mille banques différentes (1).

Le Federal Reserve System

Tous ces défauts étaient apparus de façon particulièrement flagrante lors de la crise bancaire qui avait éclaté à New York au mois d'octobre 1907. Les banques n'avaient pu se procurer les liquidités suffisantes pour calmer les inquiétudes de leurs déposants et avaient été obligées d'émettre en l'absence de billets de banque, des « Clearing house certificates ». Le gouvernement comprit que l'on ne pouvait laisser le pays avec une circulation fiduciaire aussi précaire ; il fit étudier les systèmes bancaires des différents pays d'Europe, réunit ses banquiers, ses économistes, et ses juristes et c'est de tous ces efforts réunis que sortit, en 1913, le Federal Reserve Act. Il représente un compromis entre les systèmes centralisés des nations européennes et les tendances particularistes des divers Etats américains. Depuis cette date jusqu'à la crise américaine de 1929-1933 il n'a subi que des retouches négligeables.

Le Federal Reserve System ne détruit pas l'organisation bancaire préexistante : il vient s'y superposer. Il conserve côte à côte les National Banks et les State Banks ; mais crée une nouvelle distinction :

les « member banks » ou banques adhérentes ; ce sont toutes celles qui ont été admises dans le Federal Reserve System ;

les « non member banks » ou banques non adhérentes, c'est-à-dire toutes les autres.

Les National Banks doivent obligatoirement faire partie du Federal Reserve System ; les State Banks sont libres de deman-

(1) Edwin Walter KEMMERER, *The A. B. C. of the Federal Reserve System*, Princeton, 1919.

der leur admission, mais une fois acceptées, elles doivent se soumettre aux règles prescrites tout comme les National Banks. Elles ne dépendent plus des lois d'Etat que pour les questions que ne réglemente pas le Federal Reserve Act. Les banques adhérentes doivent avoir un capital minimum de 25.000 dollars. Elles doivent trois fois par an adresser un compte rendu détaillé de leur gestion au Federal Reserve Board, à Washington ; elles sont l'objet de contrôles périodiques par des « examiners » ou inspecteurs fédéraux. Elles doivent conserver des réserves proportionnelles à leurs dépôts ; les pourcentages en sont actuellement de 3 % pour les dépôts à terme ; 7, 10 et 13 % pour les dépôts à vue, selon qu'elles sont installées dans des villes de petite, moyenne ou grande importance (New York et Chicago seuls rentrent dans la troisième catégorie). Ces réserves sont exclusivement conservées sous forme de dépôts dans les Federal Reserve Banks.

Les principaux avantages que les banques adhérentes retirent de leur participation sont :

1° Faculté de réescompter auprès des Federal Reserve Banks les effets éligibles qu'elles détiennent, c'est-à-dire les effets correspondant à une transaction commerciale et ayant moins de 90 jours à courir ; exceptionnellement les effets correspondant à des transactions agricoles sont éligibles à partir de 9 mois avant leur échéance.

2° Droit d'obtenir des Federal Reserve Banks des avances de quinze jours au maximum, garanties par des effets de commerce éligibles ou des obligations fédérales.

3° Faculté exclusive de recevoir les dépôts des administrations publiques.

4° Participation au Système Fédéral de compensation et de recouvrement.

Les banques adhérentes, en dehors des privilèges qu'elles détiennent en vertu du National Bank Act, n'ont pas le droit d'émettre de billets de banque ; le rôle d'Institut d'émission est confié à douze Federal Reserve Banks, réparties dans douze districts couvrant l'ensemble du territoire des Etats-Unis ; elles ont leurs sièges à Boston, New York, Philadelphie, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, Saint-Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas et San Francisco. Leur capital est variable et souscrit par les banques adhérentes à raison de 6 % du capital et des réserves de chacune de celles-ci. Leur direction est confiée à un conseil d'administration de neuf membres dont trois nommés par le Federal Reserve Board, et six par les banques adhérentes ; parmi ces derniers, trois au moins doivent être effectivement engagés dans une entreprise industrielle, commerciale ou agricole. Les Federal Reserve Banks ne sont pas faites pour gagner de l'argent, mais pour rendre service aux autres banques ; sur leurs bénéfices, elles payent un dividende cumulatif de 6 % à leurs actionnaires ; le reste est affecté à un fonds de réserve jusqu'à ce que celui-ci atteigne le montant du capital ; une fois le montant atteint les bénéfices supplémentaires sont répartis à raison de 10 % au fond de réserve et 90 % au Gouvernement des Etats-Unis (1). Les Federal Reserve Banks peuvent avoir des succursales ; elles en ont actuellement 24 situées principalement dans les districts de l'Ouest qui couvrent de plus grandes étendues territoriales que ceux de l'Est.

Les Federal Reserve Banks sont les banques des banques ; jusqu'en 1932, elles n'ont eu aucun contact direct avec le public. Elles doivent conserver en monnaie légale, c'est-à-dire en or, en argent, en certificats d'or ou d'argent, ou en « United

(1) Disposition modifiée en 1933 ; v. plus bas.

States Notes » une réserve égale à 35 % de leurs dépôts. Ce coefficient élevé se justifie par la diminution corrélative des réserves que les banques adhérentes doivent maintenir.

Le principal rôle des Federal Reserve Banks est de distribuer le crédit dans le pays ; pour ce faire, elles escomptent les effets que leur présentent les banques adhérentes et leur font des avances gagées par des effets de commerce ou des obligations fédérales. Elles fixent, d'accord avec le Federal Reserve Board, leur taux d'escompte.

Elles ont le droit d'émettre des billets de banque, des Federal Reserve Bank notes à peu près dans les mêmes conditions que les National Banks, mais elles ne sont pas limitées par le montant de leur capital. Elles émettent surtout des Federal Reserve Notes (ne pas confondre avec les Federal Reserve Bank notes) qui leur sont fournies par l'agent du Federal Reserve Board ; pour les obtenir elles doivent remettre à celui-ci une couverture totale, représentée à concurrence de 40 % au minimum par de l'or, et pour le reste par des effets de commerce éligibles ayant moins de 90 jours à courir, de l'or ou des certificats d'or.

Elles jouent le rôle de chambre de compensation par rapport aux diverses banques de leur district et peuvent se faire des virements entre elles.

Au sommet de la pyramide se trouve un organe central, le « Federal Reserve Board » ; ce n'est qu'un conseil de Direction ; il n'a, en principe, pas de fonds à manier. Il est composé de huit membres : deux sont désignés d'office : ce sont le Secrétaire du Trésor et le Contrôleur de la Circulation ; les six autres sont nommés par le Président pour dix ans, d'accord avec le Sénat. Ils doivent être choisis « en tenant compte d'une représentation loyale des intérêts financiers, agricoles, industriels et commerciaux du

pays, et des divisions géographiques de la Nation ». Le Président de la République désigne l'un d'eux pour être le Gouverneur, et un autre le « Sous-Gouverneur ». La composition du Federal Reserve Board confère à cet organisme une certaine indépendance vis-à-vis du pouvoir exécutif ; mais celle-ci n'est cependant pas complète car le Président peut toujours faire voter une loi pour briser la volonté contraire du Federal Reserve Board ; depuis sa création néanmoins, le Federal Reserve Board a résisté de son mieux aux tentatives démagogiques de l'exécutif et du législatif (1).

Le rôle essentiel du Federal Reserve Board est de veiller à une bonne distribution du crédit dans le pays ; ce n'est pas lui qui prend l'initiative de changements du taux de l'escompte, mais il veille à ce que les taux des diverses Federal Reserve Banks se maintiennent à des niveaux sensiblement uniformes ; il donne des directives générales qui doivent inspirer la politique de crédit du Système ; les décisions brutales ne sont pas sa seule arme ; il a, à plusieurs reprises essayé de se contenter de recommandations ; ses conseils sont toujours écoutés avec attention et suivis dans la mesure du possible (2).

Le Federal Reserve Board agit aussi sur le volume du crédit par ses achats ou ses ventes de titres sur le marché libre (« open market »). Les opérations auxquelles il procède sont d'ordinaire faites pour le compte de l'ensemble du système et réparties ensuite entre les douze banques de Réserve Fédérales ; il a pris l'habitude, pour l'orientation à donner à cette partie de son activité, de convoquer de temps à autre une conférence

(1) V. notamment la très ferme résistance opposée par M. BLACK, Gouverneur du Federal Reserve Board à la Nationalisation de l'or. — *Fed. Res. Bull.*, janvier 1934, p. 73.

(2) Voir à ce sujet p. 33 ci-dessous ses efforts en 1929, pour refréner la spéculation boursière.

des gouverneurs des douze banques ; il désigne dans son sein un comité permanent de cinq membres (les gouverneurs des Federal Reserve Banks de New-York, Boston, Philadelphie, Chicago et Cleveland) qui assiste de façon continue le Federal Reserve Board.

Quatre fois par an, se réunit le Federal Advisory Council composé des délégués des Conseils d'administration des douze banques de Réserve Fédérale ; il discute de l'orientation générale de la politique financière.

Le contact entre le Board et les banques est encore assuré par le Federal Reserve Agent ; celui-ci est un des trois administrateurs nommés dans chaque banque par le Board ; il est président (« Chairman ») du Conseil d'administration et représente le pouvoir central. C'est lui qui détient les « Federal Reserve Notes » que les banques de Réserve Fédérale peuvent demander en échange d'or et d'effets de commerce.

Le Federal Reserve Board gère le « Gold Settlement Fund » ; à cet effet, il détient une partie de l'or des Federal Reserve Banks et effectue les virements d'une banque à une autre par un simple jeu d'écriture sur les livres du « Gold Settlement Fund ». Le Federal Reserve Board a à sa disposition un important service d'études et de statistiques qui lui permet de contrôler efficacement non seulement l'activité des banques du Système, mais aussi l'évolution des conditions économiques générales ; cette documentation lui sert à orienter dans un sens ou dans l'autre la politique financière du pays.

Ce qui est resté en dehors du Federal Reserve System

Le Federal Reserve System a transformé l'activité bancaire des Etats-Unis ; mais son action n'est pas absolument générale.

Parmi les State Banks existant en 1913, beaucoup ne sont pas entrées dans le Système, soit parce qu'elles ne pouvaient

satisfaire aux conditions d'admission, soit parce qu'elles voulaient conserver une plus grande liberté d'action, soit parce que les réserves exigées par les lois de l'Etat étaient beaucoup inférieures à celles imposées par le Federal Reserve Board (c'était le cas dans l'Etat de New York). A la fin de l'année 1929, sur 24.000 banques fonctionnant aux Etats-Unis, 8.500 étaient des « member banks » et 15.500 des « non-member banks » ; le Federal Reserve System ne groupait donc qu'environ 1/3 du nombre total des banques ; mais c'étaient les plus importantes car elles possédaient près de 34 milliards de dollars de dépôts, tandis que les 15.500 banques non adhérentes n'en possédaient qu'un peu plus de 21 milliards ; les 2/3 des ressources des banques commerciales se trouvaient donc sous le contrôle du Federal Reserve System.

En dehors des State non-member banks, il existe encore un certain nombre d'organismes financiers qui échappent de façon encore plus complète au système de Réserve Fédérale : ce sont les banquiers privés, la Bourse et les sociétés financières. C'est à ces trois groupes réunis que l'on pense généralement lorsque l'on parle de « Wall Street », en voulant désigner par là la haute finance américaine.

Les banquiers privés, « private bankers » peuvent exercer leur profession, dans l'Etat de New York tout au moins, en dehors de tout contrôle. On trouve parmi eux des maisons extrêmement importantes telles que Morgan & C°, Kuhn Loeb & C°, Dillon Read & C°, etc... Le fait qu'elles échappent au contrôle de l'Etat ne signifie pas qu'elles puissent se créer librement. Elles n'ont le droit d'exister qu'à certaines conditions très précises. Voici à titre d'exemple celles qu'exige la loi de l'Etat de New York :

1° Les banques privées ne peuvent se constituer sous forme de corporation ; elles ne peuvent exister que sous forme d'aff-

faire personnelle, ou de partnership, la responsabilité des associés est donc illimitée.

2° Elles ne doivent pas payer d'intérêts aux dépôts inférieurs à 7.500 dollars (à moins toutefois que le total des dépôts de moins de 7.500 dollars recevant un intérêt n'excède pas 2 % du total des dépôts).

3° La moyenne annuelle de tous les dépôts séparés de tous les déposants doit être supérieure à 1.000 dollars.

Ces deux dispositions ont pour but de les empêcher d'accepter les dépôts des petits épargnants.

4° Elles ne peuvent, par aucun moyen de publicité, solliciter la clientèle ; il leur est interdit d'avoir une enseigne extérieure ; le mot « bank » ou « banker » ne doit pas figurer sur leur papier à lettres ou leurs circulaires.

5° Elles ne peuvent recevoir des fonds à transférer en montants inférieurs à 500 dollars à moins d'avoir constitué un dépôt de garantie de 100.000 dollars en obligations fédérales.

Les banquiers privés ne peuvent offrir comme garantie à leur clientèle que leur bonne foi et leur réputation ; ils ne s'adressent pas au grand public, mais leur importance n'est pourtant pas négligeable ; on verra plus bas (p. 79) que la maison Morgan est, pour l'importance de ses dépôts, la neuvième banque de New York. Elle jouait un rôle tel que le Federal Reserve System ne pouvait pas l'ignorer ; sans y être le moins du monde obligée, la maison Morgan communiquait tous les ans son bilan détaillé à la Federal Reserve Bank de New York ; et celle-ci, de son côté, achetait fréquemment des acceptations de la maison Morgan.

Il est impossible d'évaluer l'importance des capitaux qui se trouvaient confiés à des « private bankers » dans l'ensemble des Etats-Unis ; il semble cependant douteux que leur seule

influence puisse jamais s'opposer efficacement à celle du Federal Reserve System.

La Bourse des Valeurs constitue le deuxième élément de l'organisation financière qui a pu jusqu'en 1933 conserver son entière indépendance. Il y a des bourses de valeurs dans toutes les grandes villes, mais celles de New York sont les plus importantes : c'est avant tout le New York Stock Exchange qui est le plus grand marché officiel ; mais il y a aussi le New York Curb Market qui correspond au marché en banque de la Bourse de Paris ; depuis quelques années une section spéciale du New York Produce Exchange qui n'est en principe qu'une bourse de marchandises s'occupent également de valeurs non cotées ailleurs.

Les membres des différentes bourses se nomment des brokers : jusqu'en 1934 ils n'étaient soumis qu'aux règlements de la bourse à laquelle ils appartenaient ; ne détenant aucune charte ni de leur Etat ni du gouvernement fédéral, ils ne devaient se livrer à aucune opération bancaire ; mais leurs clients pouvaient laisser de l'argent en dépôt chez eux et le retirer par chèques ; une partie des disponibilités du public se trouvait donc chez eux, mais elle était faible ; c'est par un autre canal que la Bourse réagissait sur la situation financière.

La Bourse de New York ne connaît, en principe, que le comptant ; mais elle autorise le client qui désire acheter des titres à ne verser qu'une partie de la somme qu'il aura à déboursier, de 10 à 60 % selon les cas ; il laisse les titres achetés à son broker en garantie du solde. Si le titre baisse, le broker demande à son client des marges supplémentaires ; s'il monte, il l'autorise à faire de nouvelles opérations sans avoir à fournir de garantie supplémentaire. Ce comptant aboutit donc à un terme à liquidations quotidiennes. Pour pouvoir avancer à leurs clients l'argent nécessaire à leurs achats, les brokers

sont eux-mêmes obligés de s'adresser soit à des banques, soit à des particuliers possédant un excédent de disponibilités. Ils donnent à leur prêteur des titres en garantie de leurs emprunts; ceux-ci se font quelquefois à terme, mais le plus souvent au jour le jour; ils font l'objet d'un marché quotidien, le « Call loan money market », qui se tient à la bourse. Les taux du Call loan dépendent d'une part, des disponibilités des banques et du public, d'autre part, de l'activité des transactions boursières. On l'avait vu, en certaines périodes de crise, en 1907 par exemple, monter à des taux de 100 et même 125 % l'an; la réorganisation de 1913 a empêché le retour de chiffres aussi effarants, mais la bourse de 1925 à 1929 avait attiré des sommes importantes qu'elle détournait de leur emploi normal dans le commerce et l'industrie (1). Elle faussait, à ce moment, le fonctionnement du Federal Reserve System qui devait avouer son impuissance.

Le troisième organisme ayant avec les banques des relations très étroites et échappant néanmoins au contrôle fédéral est les « Securities Companies », nous dirons les « Sociétés financières ». Ces entreprises n'étaient pas des banques en ce qu'elles n'acceptaient pas de dépôts; elles se consacraient exclusivement aux opérations sur titres émissions, placements, gestions de portefeuille; elles jouaient très souvent le rôle de « trustee », quelque chose comme le tuteur des mineurs ou des incapables, ou l'exécuteur testamentaire des successions en voie de liquidation. Elles étaient fréquemment accolées à une des member banks avec qui elles avaient des employés et des directeurs communs. Elles se chargeaient de toutes les opérations que celles-ci n'avaient pas le droit de faire en vertu des

(1) Voir ci-dessous, p. 31.

lois existantes et constituait une violation permanente du National Bank Act (1).

Le Marché monétaire

La réforme de 1913 a transformé la circulation monétaire des Etats-Unis de la même façon que leur organisation bancaire ; elle a créé de nouvelles formes de papier monnaie, mais n'a pas supprimé les anciennes ; il en résulte que les Etats-Unis sont dotés de 11 espèces de monnaies différentes. Voici quelles étaient les caractéristiques de chacune et le montant qui en existait en circulation à la fin de l'année 1929 :

1° des pièces d'or : 384 millions de dollars ;

2° des pièces d'argent : de 1 dollar, en usage seulement dans les Etats de l'Ouest : 42 millions de dollars ;

3° des pièces divisionnaires d'argent : 294 millions de dollars ;

4° des pièces d'appoint en nickel ou en bronze : 119 millions de dollars ;

5° des « gold certificates » émis par le Trésor et représentant exactement dollar pour dollar des lingots d'or déposés dans ses caves : 880 millions de dollars ;

6° des « silver certificates » émis également par le Trésor et représentant des lingots d'argent déposés dans ses caves sur la base de 1,29 dollar par once d'argent (l'argent valait alors dans le commerce 40 à 50 cents) : 417 millions de dollars ;

7° des « United States Notes » ou « green backs » émis par le Trésor pendant la guerre de Sécession ; ils étaient garantis par 50 % d'or et en voie de disparition : 264 millions de dollars ;

(1) V. Stock Exchange practices, Hearings before a Subcommittee, etc., 6^e partie, p. 2.030 à 2.042.

8° des « Treasury Notes of 1890 » émis par le Trésor en vertu du Sherman Act pour payer des achats d'argent, en voie de disparition : 1 million de dollars ;

9° des « National Bank Notes » émis par les National Banks et gagées par les obligations fédérales : 597 millions de dollars ;

10° des « Federal Reserve Bank Notes » émises par les Federal Reserve Banks ; elles devaient remplacer les National Bank Notes, mais le projet fut rapidement abandonné ; il n'y en avait que : 3 millions de dollars ;

11° des « Federal Reserve Notes » émises par le Federal System et qui constituent maintenant l'élément principal de la circulation fiduciaire : 1.862 millions de dollars.

La loi de 1913 n'a pas seulement eu pour effet de mettre une nouvelle monnaie à la disposition du public ; elle a aussi entraîné la création d'un marché régulier de l'argent, dont le centre se trouve naturellement à New-York. Il se présente sous quatre formes différentes avec des taux d'intérêt diversifiés :

1° le « call loan money market », pour le financement de la bourse ; ce sont des emprunts renouvelables au jour le jour ; le taux en est généralement très bas, mais il peut dans certains cas monter plus que n'importe quel autre (16 % en mars 1929) ;

2° le « commercial paper market » comprenant les effets réescomptables aux Federal Reserve Banks ; le taux est fonction du taux d'escompte de celles-ci ; il est relativement stable ;

3° le « treasury certificate market » comprenant tous les effets portant la signature du Trésor, allant depuis les « One day Special Treasury certificate of Indebtness » jusqu'aux emprunts fédéraux remboursables en 40 ou 50 ans. Le taux d'intérêts y est très bas ;

4° le « bill market » c'est-à-dire le marché des acceptations bancaires : le taux en est généralement presque aussi bas que celui des bons du Trésor.

Les Federal Reserve Banks peuvent influencer directement sur les trois derniers marchés ; comme leurs ressources sont illimitées, elles sont à même d'éviter de trop brusques variations de taux.

En dehors de cette œuvre de régularisation du marché à court terme, les Federal Reserve Banks ont été amenées, pour renforcer leur politique d'escompte, à pratiquer ce qu'on appelle l'« open market policy » (la politique du marché libre). Cela consiste pour elles à acheter ou à vendre, selon le moment des bons du Trésor, des obligations émises ou garanties par le gouvernement fédéral, des bons à court terme des Etats et des villes ; en achetant des titres sur le marché libre, elles mettent de l'argent en circulation, augmentent les disponibilités des banques adhérentes, peuvent rendre effective une baisse du taux de l'escompte et elles maintiennent l'argent facile. En vendant des titres sur le marché, elles font rentrer de l'argent qui était en circulation, obligent les banques adhérentes à diminuer leurs réserves disponibles et peut-être à recourir au réescompte ; elles rendent ainsi d'autant plus sensible toute hausse du taux d'escompte et peuvent arrêter une expansion de crédit qu'elles jugent nuisible.

Le Federal Reserve Act n'avait pas prévu l'importance de cette politique d'opérations sur le marché libre, c'est l'expérience seule qui a montré quelle arme puissante elle constituait : c'est elle qui, jusqu'en 1929, a assuré la mainmise du Federal Reserve System sur le marché monétaire,

Qualités et défauts de l'organisation bancaire américaine

Le Federal Reserve System est une œuvre unique en son genre ; il a emprunté des idées à tous les systèmes monétaires existants mais n'en a copié exactement aucun. Il y a maintenant vingt ans qu'il existe ; ses quinze premières années, de 1913 à 1928, ont coïncidé avec une période de très grande richesse pour les Etats-Unis. Les premiers commentaires qu'il a suscités étaient généralement des panégyriques ; depuis, l'Amérique a connu une dépression économique grave et, comme par enchantement, les éloges ont fait place aux critiques. Nous essaierons de voir impartialement les qualités et les défauts qu'il présentait avant de subir l'épreuve de la crise.

Ses qualités d'abord : elles sont nombreuses et, d'une façon générale, corrigent surtout les défauts de l'ancien système.

A l'extrême dissémination, le Federal Reserve System substitue un commencement d'unité ; il reste sans doute encore beaucoup à faire puisqu'un tiers seulement des banques font partie du Système ; mais, dès maintenant, les Etats-Unis se trouvent couverts d'un réseau serré qui permet aux capitaux de circuler aisément et à peu de frais d'une extrémité à l'autre du pays ; les frais d'encaissement des chèques ont disparu non seulement pour toutes les banques adhérentes, mais aussi pour un grand nombre d'autres établissements qui ont accepté de ne plus déduire leurs frais de remise et qui se trouvent dès lors inscrits sur la « par list ».

Le Federal Reserve Board a recueilli autour de lui des hommes tout à fait remarquables ; les services d'études qu'il a créés pour sa documentation sont à même de lui fournir des renseignements plus complets qu'aucun office de statistique ; il dispose ainsi des instruments nécessaires pour donner à la

politique financière des Etats-Unis une orientation rationnelle bien définie, tantôt pour développer, tantôt pour restreindre les crédits.

Cette unité de direction se fait sentir par l'intermédiaire des douze Federal Reserve Banks dont le rôle a été précieux : d'une part, elles étaient mieux placées qu'un organisme central unique pour répartir le crédit dans un pays aussi vaste et aussi diversifié que les Etats-Unis ; tel effet qui est légitimement considéré comme bon dans les plaines du Middle West, peut paraître douteux sur la côte du Pacifique, ou dans les régions industrielles de l'Est ; d'autre part, elles choquaient moins les habitudes particularistes des Américains que ne l'aurait fait un institut unique d'émission ; elles n'apparaissaient pas comme quelque chose d'absolument étranger car leur nom rappelait celui des « Reserve City Banks ». En fait, elles prirent rapidement un grand ascendant moral sur les banques adhérentes.

Le Federal Reserve System, en réduisant de moitié les pourcentages exigés, a permis une grande économie de réserves ; celles-ci, au lieu d'être conservées en espèces inutiles, sont en dépôt dans les Federal Reserve Banks qui s'en servent pour faire du crédit. Il y a donc à la fois une diminution des immobilisations et une meilleure répartition des risques.

La circulation monétaire, qui était le plus mauvais côté de l'ancien régime, se trouve grandement accrue et améliorée : d'une part, elle a un gage métallique que les National Bank Notes n'avaient pas, la réserve de 40 % que les Federal Reserve Agents doivent conserver en or ; d'autre part, le montant des billets émis est proportionnel à l'importance des escomptes d'effets commerciaux, donc aux besoins de l'industrie, du commerce et de l'agriculture. Les banques adhérentes peuvent, quasi-instantanément, se procurer les espèces dont elles ont

besoin en remettant du papier à l'escompte. Dans ces conditions, il semble que toute banque saine soit à l'abri d'un « run » de ses déposants. Enfin, et surtout, l'élasticité du crédit se trouve grandement augmentée ; le réescompte devient une opération normale tandis qu'autrefois il passait pour un signe de faiblesse. Le Federal Reserve Board manipula avec beaucoup d'adresse la distribution du crédit. Pendant la guerre (c'était tout à fait les débuts du Federal Reserve System) il l'accorda généreusement, souvent en escomptant ou en achetant des Liberty Bonds ; il créa ainsi une véritable inflation de crédit qui était nécessaire pour satisfaire la demande, exceptionnellement importante, de produits manufacturés existant alors. Les hostilités terminées, il se tira sans ennui de la crise de 1921 par une augmentation du taux de l'escompte ; il obligea les prix à baisser, sans néanmoins les laisser revenir à leur niveau de 1914. L'Amérique avait reçu tant d'or que, malgré le résidu d'inflation jamais résorbé, le pourcentage de couverture du dollar restait élevé. Quand de nouvelles arrivées d'or vinrent encore accroître les réserves des Federal Reserve Banks entre 1924 et 1928, le Board, pour éviter un trop forte hausse des prix, s'appliqua à les stériliser en émettant le plus possible de gold certificates gagés à 100 %.

De 1914 à 1929 le crédit offert par le Federal Reserve System à l'Economie américaine a répondu à ses besoins. Il est incontestable que sous le régime du National Bank Act ces années de perturbations internationales violentes se fussent répercutées de façon beaucoup plus fâcheuse sur la stabilité de la monnaie américaine.

Si le Federal Reserve System est une amélioration sensible sur ce qui existait auparavant, il ne faut pas en conclure que l'organisation bancaire des Etats-Unis soit parfaite. Un reproche qu'on lui fait depuis un siècle et qui est toujours valable

c'est qu'il y a trop de banques et qu'elles sont trop petites. Elles ont été plus de 30.000 en 1922 ; à la fin de 1929 elles étaient encore 24.600. Aucun pays au monde n'a un système bancaire aussi disséminé ; la raison s'en trouve dans les législations particulières des Etats qui interdisent aux banques d'avoir des succursales en dehors, tantôt de la ville, tantôt du comté, tantôt de l'Etat où elles ont leur siège ; ce faisant, elles manifestent la traditionnelle crainte américaine de voir se constituer des « Trust de l'argent » si elles laissaient un seul établissement devenir trop puissant. Toutes ces petites banques sont très fragiles ; leur mortalité est très forte : dans la décade 1921-1930, la moyenne des faillites bancaires a été de 706 banques par an avec 247 millions de dollars de dépôts. Dans les années de crise, elle fut encore bien plus élevée.

Le faible capital d'un grand nombre de banques les oblige à prendre des risques démesurés avec l'importance de leurs dépôts. Elles ne peuvent pas répartir leurs frais généraux sur un grand nombre d'opérations ; elles sont donc obligées de trouver des emplois fructueux pour les capitaux qui leur sont confiés. Et qui dit emploi fructueux dit forcément immobilisations et risques ; les banques américaines se sont toujours montrées très libérales dans leurs avances à leurs clients ; souvent aussi elles ont employé en hypothèques de l'argent provenant de dépôts exigibles à vue ou à court terme. Elles se mettaient ainsi à la merci de toute demande de remboursement un peu importante.

La forme des facilités qu'elles consentent à leurs clients est également dangereuse : alors qu'en Europe, elles se font généralement sous forme d'escompte, aux Etats-Unis les banques accordent des avances en comptes courants ; le vieux continent finance les affaires conclues, le nouveau finance les affaires à

conclure. Le risque des banques est plus grand et leurs créances sont moins mobilisables.

Les auteurs du Federal Reserve Act espéraient et comptaient pour le bon fonctionnement du système voir se développer l'usage des règlements par traites ; mais ils ne sont pas parvenus à faire pénétrer cette pratique dans les habitudes américaines. Le développement harmonieux et normal du Federal Reserve System s'en est trouvé plus ou moins faussé.

Des autorités telles que celle de M. Eugène Meyer, ancien Gouverneur du Federal Reserve Board, se sont élevées pour protester contre les inconvénients résultant de la dualité du système des State Banks et des National Banks (1). Très souvent les Etats, pour favoriser les State Banks aux dépens des National Banks, n'imposent aux premières que des conditions très peu strictes. Leur orgueil s'en trouve flatté, mais la sécurité des déposants est compromise. Dans l'ensemble, les National Banks sont plus solides et mieux outillées ; on voudrait que toutes les banques tombent sous la législation fédérale.

Le Federal Reserve Board est en principe le grand dispensateur du Crédit ; l'expérience a prouvé qu'il est maître du volume du crédit, mais qu'il est impuissant à contrôler l'usage qui en est fait. La crise boursière de 1929 a montré que c'était là un des points les plus faibles du Federal Reserve System.

Jusqu'en 1929, d'une façon générale, l'organisation bancaire des Etats-Unis, malgré ses imperfections, donnait satisfaction au pays ; la crise de quatre années qui suivit mit ses défauts en lumière et fut ainsi la cause de la réforme qu'a opérée le Président Roosevelt.

(1) V. *Federal Reserve Bulletin*, mars 1933, p. 166-186.

CHAPITRE II

La crise boursière d'octobre 1929

Les Causes

La journée du 24 octobre 1929 marquera un tournant brusque dans l'évolution économique et sociale des Etats-Unis d'Amérique. De 1921 à 1928, le pays avait connu huit années de croissante prospérité ; les usines avaient grandi de jour en jour ; les cours de la bourse montraient une courbe toujours ascendante ; le luxe s'était intensifié et généralisé ; une mystique du succès était née ; économistes et politiciens avaient enseigné à leurs compatriotes qu'ils avaient trouvé le secret de l'éternelle prospérité, que le cycle des sept années de vaches grasses suivies de sept années de vaches maigres, était à jamais rompu. Le 24 octobre 1929, le jeudi noir de la bourse de New York, fut la revanche des lois économiques sur l'orgueil humain. Presque tous les Américains et un grand nombre d'Européens s'imaginèrent que cette crise passagère et localisée ne serait qu'un palier dans la montée ininterrompue vers la fortune. Les événements des cinq années qui suivirent leur démontrèrent bien vite que ce krach n'était que le prélude et le signe annonciateur de la crise économique la plus sévère du xx^e siècle. Qui eût pensé, à ce moment, qu'un jour les Etats-

Unis se verraient contraints de fermer leurs banques et de dévaluer leur monnaie ?

La recherche des causes de la crise économique dont le monde souffre depuis 1929 est un problème vaste et difficile ; les économistes ne se mettront sans doute jamais d'accord sur la solution à lui donner. Nous ne nous engagerons pas dans cette voie. La crise boursière de 1929 est un phénomène défini et précis. Elle a pris son origine dans la frénésie de spéculation où s'étaient jetés les Américains depuis 1927. L'index des cours des principales actions cotées dans les bourses suffit à en donner une idée :

Moyenne année.....	1921 :	55,2
— — — — —	1926 :	100 (base)
— — — — —	1928 :	149,9
— septembre.	1929 :	225,2
— mars.....	1933 :	43

Cette hausse vertigineuse était fondée sur une inflation de crédit dont les emprunts des brokers du Stock Exchange de New York permettent de mesurer l'importance. Ils étaient passés de :

3.139 millions de dollars	le 31 janvier 1927
à 6.440 — — — — —	31 décembre 1928
et 8.549 — — — — —	30 septembre 1929

En mars 1933, ils n'étaient plus que de 311 millions de dollars.

On a souvent prétendu que, de 1927 à 1929, le Federal Reserve Board aurait pu refréner cette orgie de spéculation. Etant, par son essence même, le grand dispensateur du crédit, il n'eût eu, disait-on, qu'à se montrer plus sévère dans l'octroi de ses facilités, pour mettre un terme aux extravagances de la bourse. L'examen de la question est en vérité assez complexe

et nous amènera assez vite à la conclusion que si, théoriquement, le Federal Reserve Board est le maître du crédit, pratiquement, il se heurte à de nombreux obstacles. Les dangers de la situation ne lui avaient pas échappé : le 7 février 1929, il disait dans une lettre aux Federal Reserve Banks : « Depuis un an ou plus, le bon fonctionnement du Federal Reserve System a été mis en échec par l'importante proportion du crédit de la nation qu'absorbent les avances sur titres à fins spéculatives » (1). « Le Federal Reserve Board n'a ni le droit, ni le moyen de s'ériger en arbitre de la spéculation sur les titres ou de leur valeur » (2).

En 1927, l'argent avait été relativement abondant ; le début de l'année avait été marqué par une bonne activité industrielle et des prix stables ; un ralentissement s'étant fait sentir au mois de juillet, les banques de Réserve fédérale ramenèrent en août leur taux d'escompte de 4 % à 3 $\frac{1}{2}$ %, et le système fit procéder à d'importants achats de titres. Les disponibilités ainsi offertes aux banques furent utilisées, non en prêts commerciaux qui, durant l'année, déclinèrent de 4 %, mais en prêts sur titres et en placements qui augmentèrent respectivement de 900 millions de dollars et de 800 millions de dollars. Les grandes entreprises commerciales avaient d'abondantes liquidités et pouvaient, dans une large mesure, se passer des banques commerciales ; le contact menaçait de se perdre entre le Federal Reserve System et l'économie nationale. A la fin de 1927, le Federal Reserve Board, se rendant compte que les facilités mises à la disposition des banques étaient utilisées en prêts spéculatifs, cessa ses achats de titres sur le marché libre ; en 1928, il se porta vendeur et ramena son portefeuille de

(1) Rapport du Federal Reserve Board de 1929, p. 3

(2) Rapport du Federal Reserve Board de 1929, p. 4

600 millions de dollars en janvier 1928, à 250 millions de dollars en juillet de la même année ; en même temps, il relevait le taux de l'escompte de $3\frac{1}{2}\%$ en moyenne à 5 %. Craignant néanmoins de paralyser le commerce, à la fin de l'année il acheta des acceptations parce que ces papiers correspondaient normalement à des transactions commerciales ; l'expérience prouva que, cette fois-ci comme l'année précédente, les disponibilités ainsi créées furent très rapidement détournées du but auquel elles étaient destinées. La demande d'argent pour des crédits spéculatifs restait importante, et le taux des avances sur titres passait de 4,38 % en décembre 1927, à 8,60 % en décembre 1928.

Les neuf premiers mois de 1929 reproduisirent exactement, en les exagérant, les tendances de l'année 1928 ; d'une part, des demandes de crédit toujours plus importantes de la bourse en effervescence ; d'autre part, le désir du Federal Reserve Board de réprimer cet excès de spéculation sans néanmoins porter atteinte au commerce et à l'industrie. Il semble d'ailleurs que, sur ce dernier point, le Federal Reserve Board ait été victime de la même illusion que les individus : à savoir, la croyance en un développement continu de la prospérité nationale. Il réalisait les excès de la spéculation boursière, mais ne voyait pas le caractère exceptionnel et passager du développement économique de 1928. A considérer, en effet, l'indice de la production industrielle, qui était de 100 en décembre 1922 et que l'on retrouve au même chiffre de 100 en décembre 1927, avec un minimum de 84 en juillet 1924 et un maximum de 112 en septembre 1926, on constate que cet indice progresse très régulièrement au cours de 1928, passant de 100 au 1^{er} janvier, à 115 au 31 décembre, pour atteindre 127 en juin 1929 (1).

(1) Ces différences peuvent paraître peu importantes en valeur absolue ;

Il y avait là le symptôme d'une prochaine crise de surproduction. Le Federal Reserve Board néanmoins partait du principe que cette expansion industrielle était saine et répondait à des besoins en augmentation régulière. Renonçant, à partir du mois de mai 1929, à vendre des titres fédéraux dont il ne lui restait que 150 millions de dollars en portefeuille, se décidant tardivement (en août 1929) à porter le taux de l'escompte de 5 % à 6 %, il essaya, surtout au cours de l'année 1929, de faire usage d'une politique de persuasion directe pour décider les banques adhérentes à réduire leurs avances aux brokers. Dans l'ensemble, les banques de New York répondirent à l'appel du Federal Reserve Board (1). Du 1^{er} janvier au 2 octobre 1929, elles ramenaient leurs propres avances de 1.516 millions de dollars, à 1.071 millions de dollars ; mais, pendant la même période, les avances pour le compte des banques de l'intérieur passaient de 1.648 millions de dollars à 1.826 millions de dollars, et surtout celles « pour compte d'autres » (c'est-à-dire de particuliers et de sociétés industrielles) de 2.166 millions de dollars à 3.907 millions de dollars. Ainsi les particuliers pouvaient emprunter de l'argent aux banques commerciales à des taux bas, et le prêter en bourse à des taux deux ou trois fois plus élevés. En mars 1929, les taux des prêts aux brokers montèrent jusqu'à 16 %. A partir d'un certain moment, le Federal Reserve Board reconnut son impuissance et se contenta de maintenir le système bancaire dans une situation suffisamment liquide pour lui permettre de supporter, sans trop de dommage, la catastrophe boursière qui était imminente.

il ne faut pas oublier qu'elles reproduisent la moyenne des activités du pays et qu'elles ne peuvent être corrigées par la décroissance d'aucun autre élément.

(1) Voir néanmoins plus bas, p. 76, l'attitude de la National City Bank en mars 1929.

La Crise

Celle-ci se produisit le jeudi 24 octobre 1929. Sa cause occasionnelle fut le krach de la maison Hatry, du Stock Exchange de Londres ; celle-ci entraîna des retraits de fonds sur le marché de New-York ; les titres en bourse tombèrent en une seule séance de 10, 15 et 20 % ; en un mois, le portefeuille américain se déprécia de 32 milliards de dollars (1) ; l'événement prenait l'allure d'une calamité nationale ; tous, aux Etats-Unis, depuis le milliardaire jusqu'au cireur de bottes, avaient une position à la bourse ; d'innombrables individus virent en un jour disparaître le fruit de plusieurs années d'épargne ; la perte était pour eux d'autant plus pénible qu'ils ne pouvaient même pas conserver l'espoir d'une amélioration future ; n'ayant dans la plupart des cas qu'une faible marge en couverture des titres qu'ils avaient achetés, ils apprenaient soudain que, le marché ayant fléchi dans des proportions inattendues, le broker avait d'office liquidé leur position. La baisse entraînait la baisse, chaque nouvel échelon entraînait une nouvelle avalanche d'ordres de vente qui ne trouvaient aucune contre-partie ; on en vint à échanger 16 millions de titres dans une seule séance, alors que, dans les plus beaux jours du boom, on n'avait jamais dépassé 12 millions. Si le marché continuait à s'effondrer encore pendant quelques heures au même rythme, les avances aux brokers allaient se trouver sans fondement, entraînant dans une commune ruine la bourse et les banques. Une intervention s'imposait.

La maison Morgan prit l'initiative d'une intervention directe sur la bourse de New York ; le jour même du krach, d'accord avec les principales sociétés financières de la place, elle consti-

(1) LESCURE, *Des Crises*, p. 320.

tua un syndicat qui remit un certain nombre d'ordres d'achat à cours limité. Par la suite, on décida de la forme définitive à donner à cette intervention. Le montant global en fut fixé d'abord à 120 millions, puis à 250 millions de dollars ; les participants en furent :

La First Securities Company	pour	4/25
La Chase Securities Company	—	—
La Guaranty Company of N. Y.	—	—
La National City Company	—	—
La Bankers Company	—	—
J. P. Morgan & C ^o	—	—
M. Simon Guggenheim	—	1/25

Le but essentiellement poursuivi était de remettre un peu d'ordre dans la situation du marché. Les achats d'intervention s'échelonnèrent du 24 octobre au 11 novembre 1929 ; ils portèrent sur un total de 1.146.609 actions pour un total de 137 millions de dollars ; les pertes comptables atteignirent, un moment donné, 40 millions de dollars ; le syndicat profita d'une amélioration passagère, en février 1930, pour se liquider ; les ventes produisirent 138 millions de dollars, soit 1 million de dollars de bénéfices dont il y a lieu de déduire la perte d'intérêts et les frais.

L'intervention du Federal Reserve System se réalisa d'une façon moins directe, mais non moins précieuse ; les nombreux individus et sociétés qui avaient fourni les fonds aux brokers dans les jours de prospérité, commençaient à prendre peur et exigèrent le remboursement.

Les brokers, grâce à la prévoyance du Federal Reserve Board, qui avait imposé aux banques de New York le maintien d'une grande liquidité, trouvèrent auprès de celles-ci les éléments de crédit nécessaires à leur existence. Alors que, du 23 au 30 octobre 1929, les avances « pour compte d'autres » tombaient à

3.823 millions de dollars à 2.464 millions de dollars, celles des banques passaient de 1.077 millions de dollars à 2.069 millions de dollars. Peu après, par suite de la déflation boursière, ces avances aux brokers diminuèrent rapidement.

Le Federal Reserve Board a prévu la crise boursière de 1929, il n'a pu l'éviter ; tout ce qu'il a pu faire a été de préparer le système bancaire à en supporter le choc ; le moment venu, les mesures de sauvegarde ont été prises, non par le Federal Reserve System lui-même, mais par des organismes qui en étaient précisément exclus ; des sociétés de placement constituées en marge des banques adhérentes, et des banquiers privés.

CHAPITRE III

La crise monétaire d'octobre 1931

Causes américaines

L'alerte de 1929 était restée strictement confinée au domaine de la bourse. Sauf pour l'aide très momentanée qu'elles avaient apportée aux brokers, les banques n'avaient pour ainsi dire pas senti passer la crise ; l'industrie et le commerce n'en avaient pas non plus été immédiatement affectés.

Dans les mois qui suivirent, on constata un ralentissement lent mais progressif de l'activité économique et un effondrement graduel des prix. L'indice de la production industrielle tomba de 121 en septembre 1929 à 103 en décembre, à 84 en décembre 1930, à 82 en juillet 1931 ; aux mêmes dates, l'indice des prix de gros revint de 96,1 à 93,3, 79,6 et finalement 72,0. Les valeurs de bourse continuèrent à baisser. Pendant toute cette période d'octobre 1929 à juillet 1931, le Federal Reserve Board s'efforça de ranimer les affaires en pratiquant une politique d'argent facile ; le portefeuille titres des banques de réserve fédérale augmenta par des achats sur le marché libre, de 165 millions de dollars en septembre 1929 à 644 millions de dollars en décembre 1930 et 674 en juillet 1931. Le taux d'escompte de la Banque de Réserve Fédérale de New York fut ramené de 6 % à 5 % le 1^{er} novembre 1929,

à 4 $\frac{1}{2}$ % le 15 novembre, à 4 % le 7 février 1930, à 3 $\frac{1}{2}$ % le 14 mars, à 3 % le 8 mai, à 2 $\frac{1}{2}$ % le 20 juin, à 2 % le 24 décembre, à 1 $\frac{1}{2}$ % le 8 mai 1931.

Ces mesures antidéflationnistes ne produisirent pas tout l'effet désiré ; malgré les facilités offertes, les entreprises industrielles et commerciales ne demandèrent rien aux banques car le volume de leurs opérations diminuait de jour en jour ; par contre, les capitaux inutilisés ne cessaient d'augmenter. Les banques adhérentes empruntaient de moins en moins aux Federal Reserve Banks et maintenaient des excédents croissants de réserves ; ceux-ci dépassèrent 120 millions de dollars au mois de juillet 1931.

L'ensemble du système se trouvait donc à ce moment dans une situation de liquidité qu'il n'avait jamais connue et particulièrement bien placé pour résister à une crise monétaire éventuelle.

La circulation monétaire restait pratiquement sans changement ; elle était de 4.838 millions en octobre 1929 ; on la retrouve à 4.837 millions en juillet 1931. Cette stabilité n'était d'ailleurs qu'apparente ; en réalité, on assistait à un mouvement de déflation incontestable puisque le stock d'or qui garantissait cette circulation inchangée était passé de 4.386 millions à 4.949 millions de dollars.

Le gouvernement fédéral, continuant la politique pratiquée depuis 1927, avait stérilisé une partie du métal importé aux Etats-Unis, en augmentant le montant des gold certificates gagés à 100 % aux dépens de celui des Federal Reserve Notes qui n'exigent que 40 % de couverture en or. Au milieu de l'été 1931, malgré la crise dont l'économie générale du pays commençait à souffrir, la monnaie américaine se trouvait donc dans une situation plus forte qu'elle n'avait jamais été.

Ce surcroît de précautions n'était pas superflu car le dollar

était à la veille de subir une attaque des plus violentes. L'importance des réserves d'or accumulées lui permit d'y résister sans dommage apparent. Mais elle a montré à beaucoup d'esprits européens pour qui le dollar restait la monnaie refuge des années d'après guerre, que les Etats-Unis n'étaient pas plus qu'aucune autre nation, à l'abri d'une crise monétaire ; elle a préparé les Américains à accepter et même à souhaiter la dévaluation dirigée et voulue de 1933.

Le ralentissement de l'activité qui avait marqué la fin de 1929 et toute l'année 1930, commençait à se répercuter très nettement sur la situation des banques dans le courant de 1931 ; la baisse de la bourse que l'on avait pu croire momentanée, se prolongeait et s'accroissait ; elle obligeait les banques à demander le remboursement d'avances sur titres qui n'étaient plus suffisamment garanties ; c'était précisément le moment où les emprunteurs, dont la situation personnelle s'était souvent trouvée diminuée, étaient fort embarrassés pour donner satisfaction à leurs banquiers ; d'où une suite de réalisations qui ne faisaient qu'envenimer la situation.

De leur côté, les banques des campagnes avaient utilisé leurs disponibilités en prêts hypothécaires aux fermiers ; or, la situation agricole, qui n'était déjà pas brillante avant la crise de 1929, empirait ; l'indice de prix des produits agricoles, de 95,3 en 1929, était tombé à 86,4 en 1930, à 73,0 en 1931. Nombre de fermiers, qui avaient emprunté en période de pleine prospérité, avaient bien du mal à assurer le service de leurs dettes. Si cette crise de l'agriculture ne touchait qu'indirectement les grands centres, elle menaçait gravement les banques des campagnes et des petites villes.

Une autre cause qui ébranla la solidité des banques réside dans les nombreux organismes de vente à crédit (automobiles, appareils de T.S.F., mobiliers, etc...). Ces établissements, en

raison de l'extrême morcellement de leur clientèle, pouvaient, en période normale, être considérés comme des comptes de premier ordre. L'effondrement de la bourse et l'augmentation du chômage accrurent très sensiblement le pourcentage de leurs pertes, et ils devinrent pour les banques des risques dangereux.

Par remboursement ou par insolvabilité des emprunteurs, les avances bancaires au commerce et à l'industrie décrivirent rapidement ; par suite de l'inactivité de la bourse, les prêts aux brokers suivirent le même mouvement. Il en résulta une contraction très sensible des comptes débiteurs qui, pour l'ensemble des banques américaines revinrent de :

42,2 milliards en octobre 1929
à 41,9 milliards en décembre 1929
38,0 milliards en décembre 1930
33,7 milliards en septembre 1931

Les dépôts diminuèrent également, mais moins vite, revenant seulement de :

55,1 milliards en octobre 1929
à 51,7 milliards en septembre 1931

Les banques se trouvèrent avoir donc un surcroît relatif de disponibilités qu'elles employèrent en placements, principalement d'obligations fédérales.

Au milieu de l'année 1931, on ne pouvait plus nier que tout l'organisme bancaire était engagé dans un processus de déflation qui n'avait aucune raison de s'arrêter ; toute demande de remboursement entraînait forcément des retraits qui obligeaient les banques à diminuer leurs engagements. Comme beaucoup de leurs débiteurs étaient précisément dans l'impossibilité de s'acquitter de leurs dettes, leurs mauvaises créances

s'accrurent, les mettant souvent elles-mêmes en situation difficile. Un nombre croissant d'entre elles durent fermer leurs guichets, semant l'inquiétude et la panique parmi les déposants. Le public étendit sa méfiance des banques malades aux banques saines, retira ses fonds et prit l'habitude de thésauriser.

La moyenne mensuelle des faillites bancaires, qui était de 51 en 1929 et de 112 en 1930, s'éleva à 158 en août 1931, à 305 en septembre, à 522 en octobre. La circulation monétaire, qui était restée stable jusqu'en juillet 1931, dépassait soudain 5 milliards en août et atteignait 5.540 millions de dollars en octobre, révélant une thésaurisation certaine ; le pourcentage de couverture des billets commençait à baisser.

Causes internationales

Un autre cause de difficultés monétaires survenait en même temps, provenant celle-là de la situation internationale.

On se souvient que les années 1925 à 1929 avaient été marquées en Europe par de nombreuses stabilisations monétaires ; celles-ci avaient été basées sur le principe du gold exchange standard, et comme le dollar et la livre sterling étaient considérés à ce moment comme les deux monnaies les plus solides, il se trouvait que le stock d'or des Etats-Unis, et surtout de la Grande-Bretagne gageait, non seulement la circulation monétaire de ces deux pays, mais également celle de toutes les nations qui avaient jugé bon de rattacher leur monnaie, soit au dollar, soit à la livre. Le nombre des signes monétaires ainsi émis n'avait plus aucun rapport avec les réserves métalliques qui leur servaient de base ; une véritable inflation internationale était venue se surajouter à l'inflation propre de chaque pays.

Le dollar avait principalement servi à la stabilisation du franc ; à partir de 1929, la Banque de France s'appliqua à convertir en or les devises étrangères qu'elle détenait. Elle le fit avec modération et lenteur, de façon à éviter de trop brusques réactions du marché des changes. Les États-Unis lui livrèrent d'importantes quantités d'or, mais celles-ci ne mirent jamais en difficulté le Système de Réserve Fédérale.

La Grande-Bretagne, par contre, se trouvait dans une situation monétaire moins aisée ; la Banque de France ne put ni ne voulut vendre brutalement tous ses avoirs en livre sterling ; il en coûta plus d'un milliard de francs au gouvernement français ; cette générosité avait d'ailleurs été inutile. L'Angleterre, qui avait consenti d'importantes avances à l'Allemagne, vit celles-ci se congeler dans le courant de l'été 1931, par suite du moratoire allemand ; des inquiétudes se faisant jour à ce moment sur la solidité de la livre sterling, elle eut à répondre aux demandes de métal précieux, non seulement des particuliers qui avaient placé leurs disponibilités sur la place de Londres, mais également de tous les États, et ils étaient nombreux, qui avaient basé leur monnaie sur la livre sterling. La pression fut telle que, le 20 septembre 1931, elle se vit contrainte d'abandonner l'étalon or.

Cette décision eut une répercussion sensible sur le sort de la monnaie américaine. Des étrangers très nombreux avaient, au cours des années de prospérité, transféré aux États-Unis d'importants capitaux pour lesquels ils trouvaient un emploi avantageux. Beaucoup de ces capitaux y étaient restés, même après le début de la crise. Au mois de septembre 1931, une succession de mauvaises nouvelles vint donner des inquiétudes à leurs propriétaires ; d'abord l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, et leur crainte de voir l'Amérique l'imiter, ensuite l'annonce que les grandes banques américaines avaient fait à

l'industrie allemande de très importantes avances à court terme, et que celles-ci se trouvaient bloquées par suite de la proclamation du moratoire. Ces divers éléments entraînèrent d'importantes sorties de capitaux.

A ces deux causes de difficultés monétaires, l'une intérieure : la thésaurisation, l'autre internationale : l'exportation des capitaux, venait s'en ajouter une troisième très spéciale et conséquence des principes monétaires du Federal Reserve Act. Cette loi prévoit, en effet, que les émissions de Federal Reserve notes, qui sont actuellement le principal élément de la circulation fiduciaire, doivent être couvertes à raison de 40 % par de l'or, et de 60 % par des effets commerciaux ; or, malgré les espoirs des fondateurs du Federal Reserve System, l'usage des effets de commerce autres que les chèques, ne s'est jamais développé aux Etats-Unis, et les Banques adhérentes se trouvent presque toujours à court de papier éligible. Les Banques de réserve se trouvent donc dans l'obligation d'affecter plus de 40 % de leur or à la couverture des billets, et la réserve d'or libre, c'est-à-dire susceptible d'être exporté sur demande, se trouve réduite d'autant. A l'automne de 1931, environ un milliard de dollars se trouvaient ainsi immobilisés en plus du pourcentage légal.

La Crise

Du début de 1931 jusqu'au mois d'août de la même année, le stock d'or des Etats-Unis avait augmenté lentement et régulièrement, jusqu'à atteindre 4.995 millions. Il commença à baisser brutalement en septembre où il revint à 4.741 millions, et surtout en octobre où on le retrouve à 4.292 millions, soit une perte de 14 % en deux mois. La réserve d'or libre était tombée à 500 millions de dollars, alors que l'on savait que

1.200 millions de dollars de crédits étrangers étaient susceptibles d'être réexportés du jour au lendemain. En moins d'une semaine, les Etats-Unis pouvaient se trouver acculés à l'abandon de l'étalon-or. Le public ne se rendit pas compte à ce moment du danger qui pesait sur le dollar, ce n'est qu'un an plus tard que le président Hoover révéla par quelles inquiétudes il avait passé à ce moment.

Il réagit contre les tendances thésaurisatrices en annonçant, le 7 octobre, la création de la National Credit Corporation, qui devait venir en aide aux banques en difficulté. Cet organisme ne connut qu'une existence rachitique et éphémère, mais l'annonce de sa création calma pour un instant les inquiétudes du public et réduisit un peu le nombre des faillites bancaires.

En même temps, le Federal Reserve Board résistait aux sorties d'or par le moyen classique de la hausse du taux de l'escompte porté de $1 \frac{1}{2} \%$ à $2 \frac{1}{2} \%$ le 9 octobre, et de $2 \frac{1}{2} \%$ à $3 \frac{1}{2} \%$ le 16 octobre, et remplaçait autant que possible des Gold Certificates par des Federal Reserve Notes.

Le désastre fut ainsi évité. Les sorties d'or s'arrêtèrent dès la fin du mois d'octobre, et des rentrées se produisirent en novembre ; la circulation monétaire, qui avait atteint 5.540 millions, se stabilisa autour de ce chiffre.

Mais cette crise avait montré qu'en pleine période d'abondance monétaire, à la suite d'alarmes purement psychologiques, la monnaie américaine pouvait soudain se trouver dans une situation critique. Il est anormal que quelques difficultés bancaires entraînent une crise monétaire ; il est inadmissible qu'un pays qui détient 36 % de tout l'or monétaire du monde, se voie menacé d'établir le cours forcé pour ses billets de banque. La crise de 1931 révélait qu'il y avait quelque chose à corriger dans le Federal Reserve System.

Mais le président Hoover n'était pas un révolutionnaire ; les réformes qu'il entreprit au mois de décembre 1931 avaient un caractère strictement limité ; elles n'avaient pour but que de parer au danger que la récente alerte avait mis en lumière. Elles décidèrent néanmoins de l'orientation économique et monétaire du pays jusqu'à l'expiration de ses pouvoirs, jusqu'au 4 mars 1933.

CHAPITRE IV

Les mesures de contre-déflation de l'administration républicaine. — La Reconstruction Finance Corporation et le Glass-Steagall Act.

Jusqu'au mois d'octobre 1931, le Président Hoover s'était contenté de combattre la crise économique par des discours. Il pensait qu'à force de répéter à ses concitoyens et de placarder sur les murs que la prospérité n'était pas loin (« prosperity around the corner »), il finirait par les en convaincre.

L'abandon de l'étalon-or par la livre, et la menace qui pesait à ce moment sur le dollar, le décidèrent à passer du domaine de l'encouragement verbal à celui de l'action. Pendant les derniers dix-huit mois de son mandat présidentiel, il prit une série de mesures, généralement inspirées par les circonstances, qui ressemblent à autant de replâtrages partiels. Quand une partie de l'édifice économique menaçait de s'écrouler, vite on lui apportait l'aide indispensable, mais aussitôt un nouvel éboulement se préparait à côté. Les banques, les chemins de fer, l'agriculture, les Compagnies d'assurances, les sociétés immobilières, reçurent tour à tour l'assistance gouvernementale. Cette politique qui, sur le moment, passait pour être animée d'un esprit interventionniste audacieux, semble aujourd'hui timorée quand on la compare à celle du Président Roosevelt. Sa caractéristique essentielle, fort logique d'ailleurs pour

un homme qui savait devoir prochainement quitter le pouvoir, a été de n'opérer autant que possible aucune réforme définitive. Tous les organismes qu'on a créés à ce moment étaient des organismes de crise destinés à disparaître par la suite. Certains survivront sans doute, mais, ce faisant, ils dépasseront les intentions et les buts de leur auteur.

La National Credit Corporation

Fondée en pleine crise monétaire, le 7 octobre 1931, la National Credit Corporation était une société à capital faible, contrôlée par les Federal Reserve Banks, et qui devait tirer ses ressources d'émissions d'obligations auxquelles on invitait les banques en bonne posture à souscrire à concurrence de 2 % de leurs dépôts.

Son but était de venir en aide aux banques saines, mais non liquides. Elle fut accueillie sans enthousiasme, recueillit à peine la moitié des souscriptions prévues. Elle répartit environ 155 millions de dollars entre 575 banques en difficultés, puis se vit rapidement éclipsée par une autre société similaire, mais infiniment plus importante : la Reconstruction Finance Corporation.

La Reconstruction Finance Corporation

La National Credit Corporation était forcément limitée dans ses ressources et ses attributions, parce qu'elle était une émanation directe de l'autorité présidentielle. La Reconstruction Finance Corporation, au contraire, est le résultat d'une loi, le Reconstruction Finance Corporation Act, du 22 janvier 1932, « un acte, est-il dit, destiné à fournir des subsides exceptionnels aux institutions financières, pour leur permettre de venir

en aide à l'agriculture, au commerce et à l'industrie, et à toutes autres fins ».

Elle fut assez profondément remaniée dès le mois de juillet suivant par l'Emergency Relief and Construction Act de 1932.

L'Emergency Banking Act de mars 1933, l'Emergency Relief Act de mai 1933, la loi autorisant les avances directes des Federal Reserve Banks à la petite industrie du mois de juillet 1934, augmentèrent aussi ses attributions et ses moyens d'action.

Ces dernières modifications introduites sous la présidence de M. Roosevelt sont relativement peu importantes et n'altèrent pas ses caractères originaux. Dans sa conception comme dans son but, elle se rattache à l'œuvre du président Hoover, bien qu'elle soit appelée à vivre la majeure partie des dix années d'existence qu'on lui a conférées sous une administration démocrate.

Son capital actions est de cinq cent millions de dollars, entièrement souscrits et versés par la Trésorerie des Etats-Unis. Elle a le droit d'émettre des obligations ; le montant autorisé a été porté de 1.500 millions à 3.300 millions, à 3.600 millions, et depuis le 20 janvier 1934 il est de 4.450 millions. Ces obligations, remboursables en 5 ans au maximum, sont intégralement et inconditionnellement garanties par le gouvernement des Etats-Unis. Pratiquement, elles n'ont pas été émises dans le public, mais souscrites en totalité par la Trésorerie qui a vendu un montant équivalent de Liberty bonds ou de bons du Trésor.

La Reconstruction Finance Corporation est exonérée de tous impôts ; elle est administrée par un conseil de 7 membres, présidé par le secrétaire du Trésor ; les six autres membres sont nommés par le Président, pour deux ans, et pas plus de quatre ne peuvent appartenir au même parti politique.

La Reconstruction Finance Corporation, par son nom comme d'ailleurs par son but, rappelle un organisme similaire fondé durant la guerre, la « War Finance Corporation ». Celle-ci avait été créée pour financer les industries travaillant pour la défense nationale ; elle avait également aidé à atténuer la dépression économique de 1921, mais son action avait été beaucoup plus limitée que celle que l'on attendait de la Reconstruction Finance Corporation, puisque le total des avances qu'elle avait consenties n'avait jamais dépassé 134 millions de dollars. Elle s'était liquidée sans perte pour le Trésor américain, ce qui ne sera sans doute pas le cas pour la nouvelle entreprise.

L'importance des capitaux mis à la disposition de la Reconstruction Finance Corporation, a permis de lui donner des objectifs beaucoup plus vastes et beaucoup plus diversifiés. Il suffit pour s'en rendre compte d'examiner le tableau mensuel qu'elle publie (1) et où elle indique, par catégories, le montant des avances qu'elle a consenties. Celles-ci y sont divisées en deux groupes : d'une part les prêts et souscriptions, c'est-à-dire les sommes dont le capital devrait un jour, sous une forme ou une autre, revenir à l'organisme prêteur ; d'autre part, les allocations ou sommes dépensées en quelque sorte à fonds perdus (quelque chose comme un budget extraordinaire adroitement camouflé).

Cette distinction est discutable. Ce qu'il est intéressant de savoir, c'est où vont les sommes que distribue la Reconstruction Finance Corporation ; grosso-modo, elles se répartissent en quatre canaux principaux : banques et sociétés de crédit, chemins de fer, agriculture, travaux publics et indemnités de chômage.

(1) V. *Federal Reserve Bulletin*, depuis le mois de Février 1934.

L'aide aux banques ayant une partie de leur actif immobilisée est son but original, en tant que successeur de la National Credit Corporation, issue elle-même de la crise d'octobre 1931. Ces avances doivent être gagées par des actifs ayant une valeur véritable ; elles sont faites pour une durée de trois ans, mais sont renouvelables. Elles peuvent être accordées, non seulement à des banques en activité, mais également à des liquidateurs d'établissements en suspension de paiements, afin de leur permettre, soit la liquidation plus rapide, soit la réorganisation de la banque dont ils ont la surveillance. Depuis sa création jusqu'au 31 octobre 1933, le montant total des avances de cette catégorie s'est élevé à 1.300 millions de dollars, dont 641 millions ont été remboursés.

Elles ont pendant un temps permis de réduire le nombre des faillites bancaires qui a fortement diminué en février 1932 et dans les mois qui suivirent ; indirectement pourtant, elles ont été cause de la grande crise bancaire de mars 1933, qui a pris son origine dans la publication, en janvier 1933, des noms des établissements qui avaient reçu une aide de la Reconstruction Finance Corporation.

A la fin de 1933, deux sections spéciales furent créées, l'une pour hâter le règlement des affaires des banques non encore réouvertes depuis le moratoire bancaire, l'autre pour étudier la question de la souscription par la Reconstruction Finance Corporation des actions de préférence des petites banques, afin de consolider leur structure. Ces deux questions seront examinées plus loin (1).

La Reconstruction Finance Corporation a également fait des avances aux « Building & Loan Associations » (111 millions de dollars), aux Sociétés de prêts hypothécaires (190 millions

(1) V. pages 109 et 113.

de dollars), aux Compagnies d'assurances (86 millions de dollars).

Ses statuts prévoient qu'elle peut, d'accord avec l'Interstate Commerce Commission (qui a un droit de contrôle général en la matière), consentir des facilités, soit aux Compagnies de chemins de fer, soit à leurs liquidateurs si elles sont en faillite.

Une disposition spéciale a été prévue pour cette branche de l'industrie parce que l'année 1931 avait été absolument désastreuse pour les chemins de fer, car la crise économique était venue compliquer une situation déjà rendue très difficile par la concurrence des transports automobiles. Le « New-York Central Railroad » la plus brillante des Compagnies, pour la première fois depuis soixante ans, avait supprimé son dividende.

La plupart des réseaux moins importants avaient du mal à payer les intérêts de leur dette. Or, les obligations de chemins de fer étaient considérées depuis des générations comme des placements d'une sécurité absolue, et étaient classées dans les meilleurs portefeuilles. La suspension du paiement de leurs coupons n'était pas seulement un désastre pour l'industrie ferroviaire ; elle aurait entraîné avec elle la déconfiture d'un nombre considérable de banques et de Compagnies d'assurances. C'est ce qui explique que, dans les débuts surtout, une part importante des crédits de la Reconstruction Finance Corporation, aient été employés dans cette direction. Dans les 20 premiers mois de son existence, 387 millions de dollars ont été prêtés aux chemins de fer et 57 seulement remboursés. Depuis cette époque, peu de nouvelles avances semblent avoir été consenties.

Les crédits offerts à l'agriculture sont importants et de formes très diverses. 115 millions d'avances d'ensemencements ont été consentis directement par le Secrétaire de l'agriculture

sur les fonds de la Corporation ; elles sont garanties par le produit des récoltes.

50 millions avaient été prévus pour financer des exportations de produits agricoles dont le stock pesait sur le marché ; au 30 septembre 1934, 5 millions seulement de traites de ce genre avaient été présentées à l'escompte.

La Reconstruction Finance Corporation a créé dans chacun des douze districts de Réserve Fédérale une « Regional Agricultural Credit Corporation », au capital de 3 millions de dollars ; ces corporations, entièrement sous la tutelle de la Reconstruction Finance Corporation, font aux fermiers des avances pour leur permettre de continuer la culture de leurs terres et l'élevage de leur bétail.

La contribution de la Reconstruction Finance Corporation s'est élevée à 44 millions sous forme de participation au capital, et à 155 millions de dollars, sous forme d'avances et d'escompte ; mais ces dernières facilités avaient été en grande partie remboursées et n'étaient plus, au 30 septembre 1934, que de 4 millions de dollars.

Des avances très importantes, plus de 300 millions de dollars, avaient été consenties à certaines organisations officielles et principalement à la Commodity Credit Corporation, pour l'achat et le stockage de blé, coton et autres produits agricoles. Ces crédits ont été largement remboursés dans le courant de l'année 1934 ; ils n'étaient plus, au 30 septembre dernier, que de 76 millions de dollars.

L'Emergency Banking Act de 1933 a également autorisé la Reconstruction Finance Corporation à consentir aux Joint-Stock Land Banks, des avances de deux ans, garanties par les hypothèques détenues par celles-ci et à concurrence de 60 % de la valeur actuelle des terres hypothéquées. En échange, les

Joint-Stock Land Banks doivent s'engager à réduire à 5 % le taux des intérêts qu'elles comptaient à leurs débiteurs, et, pendant une période de deux ans, à ne pas réaliser leurs gages. Ces conditions étaient plutôt sévères, et les avances de ce chef n'ont guère dépassé 12 millions de dollars.

Depuis 1933 également, la Reconstruction Finance Corporation, par l'intermédiaire du Farm Loan Commissioner, peut faire de petites avances, inférieures à 5.000 dollars par individu, aux fermiers écrasés sous le poids des dettes ; en ce cas, elle réduit le taux des intérêts et se substitue aux créanciers hypothécaires.

Indirectement encore, la Reconstruction Finance Corporation est venue en aide aux agriculteurs en fournissant une grande partie des capitaux des Federal Land Banks (116 millions de dollars le 30 septembre 1934), de la Home Owners Loan Corporation (200 millions de dollars), et en avançant 9 millions de dollars sur les 50 auxquels ils avaient droit, aux Etats et municipalités pour des travaux de drainage ou d'irrigation.

L'aide apportée par la Reconstruction Finance Corporation aux Etats et aux municipalités, est la partie la plus critiquée de son œuvre. L'Emergency Relief Act de 1932, ainsi que celui de 1933, l'ont obligée à accorder, à tout gouvernement local qui en ferait la demande, et jusqu'à concurrence de 300 millions en 1932, 500 millions en 1933, des sommes dont ceux-ci auraient besoin pour distribuer des secours de chômage et entreprendre des travaux publics. Ces avances portent intérêt à 3 % l'an ; elles sont remboursées par entente amiable entre l'Etat ou la municipalité d'une part, et la Reconstruction Finance Corporation d'autre part.

Au cas où un accord serait impossible, un prélèvement serait fait à partir de 1935 sur les allocations fédérales annuelles destinées à la construction de routes, ce prélèvement serait

égal à 20 % de ces allocations et serait versé à la Reconstruction Finance Corporation jusqu'à remboursement complet de ses avances en principal et en intérêts.

On a vivement reproché à ces subventions, qui ont été distribuées en totalité et qui représentent 20 % du total des sommes déboursées par la Reconstruction Finance Corporation, de sortir du cadre originaire de ses opérations, d'être improductives en soi, et de créer une inflation monétaire dépourvue de toute base ; il s'agissait en réalité de payer des dépenses qui auraient dû normalement rentrer dans le cadre des dépenses budgétaires de chaque gouvernement local, mais cette façon de faire permettait d'en reporter le poids sur les finances fédérales et d'en répartir l'amortissement sur plusieurs années.

A côté de ces avances imposées, la Reconstruction Finance Corporation a pu financer de sa propre initiative tout projet de travaux publics qui se liquide de lui-même ; (« Self liquidating »), c'est-à-dire qui crée automatiquement les ressources nécessaires au remboursement des sommes dépensées pour le réaliser. Sont considérés comme tels : l'érection d'immeubles à bon marché, la destruction des taudis, la construction de ponts, tunnels, viaducs, canaux, marchés, le reboisement des forêts. Plus de 100 millions ont été consacrés à ce genre de travaux.

Lorsque fut fondée la Reconstruction Finance Corporation, on pensait généralement que les importants capitaux qu'elle devait mettre en circulation seraient la source d'une véritable inflation de crédit ; certains attendaient d'elle la manne bienfaitrice ; d'autres craignaient qu'elle ne constituât un danger pour la monnaie nationale. Les résultats se trouvèrent également éloignés de ces deux extrêmes. Il est incontestable qu'elle a permis d'enrayer pendant une bonne partie de l'année 1932, l'avalanche de faillites bancaires, ferroviaires, agricoles, qui

déferlaient sur les Etats-Unis. Ce faisant, elle n'a peut-être fait que retarder et aggraver la crise qui éclata en mars 1933.

Il faut cependant reconnaître qu'en dehors du financement des secours de chômage, qui lui était imposé et qui avait un caractère nettement politique, elle s'est montrée assez stricte dans l'octroi de ses crédits. Toute demande avant d'être accordée, était soumise à l'examen d'un comité comprenant des commerçants, des industriels et des banquiers ; si l'emprunteur ne pouvait offrir des gages suffisants, d'une valeur incontestable, elle était refusée. Le rôle de la Reconstruction Finance Corporation a donc consisté à remettre en circulation des capitaux qui étaient provisoirement immobilisés, mais qui devaient, en quelques années, retrouver une valeur liquide. L'inflation qu'elle a pu créer a été très limitée, et n'est certainement pour rien dans la dépréciation du dollar, qui a des causes précises et bien différentes.

Au point de vue théorique, l'enseignement le plus certain à tirer de l'œuvre de la Reconstruction Finance Corporation est le fait même de sa création, car il démontre péremptoirement l'insuffisance du Federal Reserve System. Un système bancaire bien établi devrait être à même de fournir à l'économie nationale les ressources de crédit dont elle peut avoir besoin dans les circonstances normales.

On ne peut pas prétendre que la crise économique de 1929-1933 soit un fait extraordinaire et imprévisible. Il y a eu des crises en 1857, 1873, 1884, 1893, 1907 et 1921, à peu près aussi violentes que celle de 1929, et, chaque fois, l'équilibre bancaire des Etats-Unis s'est trouvé menacé. Le commerce, l'industrie et l'agriculture, habitués dans les périodes de prospérité à des crédits libéraux, trop généreux même, ne trouvent plus, dans les périodes difficiles, une aide suffisante auprès de

leurs banquiers qui ont eux-mêmes des engagements trop importants.

Le Trésor public se trouve dès lors obligé de sortir de son rôle et devient le banquier de l'industrie et de l'agriculture. La Reconstruction Finance Corporation n'a consisté en rien d'autre qu'à mettre les deniers de l'Etat à la disposition des entreprises privées défaillantes.

Le Glass Steagall Act

La création de la Reconstruction Finance Corporation avait pour but de remédier aux causes qui avaient entraîné la crise d'octobre 1931 : le trop grand nombre de faillites bancaires et commerciales. Le Glass Steagall Act du 27 février 1932 constitue un remède éventuel contre la crise elle-même.

Il prend son appellation du Sénateur Carter Glass et du représentant Steagall qui l'ont présenté devant les deux Assemblées ; ce sont deux noms que l'on retrouve dans la discussion de toutes les lois bancaires ; celle du 27 février 1932 est très courte ; elle ne contient que trois articles et se présente comme une simple modification du Federal Reserve Act.

L'article 1, au contraire des suivants, contient une modification définitive du Système. Il autorise le Federal Reserve Board, sur vote favorable de 5 sur 8 de ses membres, et avec l'approbation de la Federal Reserve Bank intéressée, à accorder à des groupes des 5 banques adhérentes, des avances gagées par des effets ou des titres qui ne sont pas normalement acceptés en garantie par les Federal Reserve Banks. La difficulté de réunir cinq banques désireuses de s'entr'aider et les restrictions mises à l'application de cette clause firent que, durant 1932, elle ne fut jamais utilisée.

L'article 2 est une disposition provisoire, valable seulement jusqu'au 3 mars 1933, mais prorogée par la suite ; dans les mêmes conditions que l'article 1, c'est-à-dire sur le vote favorable de 5 sur 8 des membres du Federal Reserve Board, il autorise les Federal Reserve Banks à consentir à une banque adhérente quelconque ayant un capital supérieur à 5 millions de dollars des avances garanties par des effets ou titres non éligibles et portant intérêt à un taux supérieur de 1 % au taux habituel d'escompte. 28 millions de dollars furent avancés en vertu de cet article durant l'année 1932.

Ces deux dispositions étaient destinées à venir en aide aux banques qui, tout en ayant une situation saine, n'avaient plus de papier à réescompter aux Federal Reserve Banks ; elles constituaient un assouplissement du Federal Reserve System. La faiblesse du montant des utilisations montre qu'elles n'avaient pas une grande portée pratique.

Il en est tout autrement des prescriptions de l'art. 3. Cette partie de la loi, de beaucoup la plus importante, est destinée à parer au danger, signalé à propos de la crise d'octobre 1931, que constituait pour les Federal Reserve Banks l'insuffisance des effets réescomptés ; cette insuffisance les obligeait à conserver des réserves d'or supérieures aux besoins de la couverture normale.

Au moment du vote du Glass Steagall Act, le 24 février 1932, la situation se présentait, de façon particulièrement délicate : la circulation de Federal Reserve Notes, y compris les billets en caisse mais non encore en circulation, était de 2.908 millions de dollars ; comme, pour gager cette circulation, les Federal Reserve Banks n'avaient remis que 921 millions d'effets commerciaux, le reste, soit 1.987 millions, devait être représenté par de l'or ; de plus, le fonds de remboursement légal exigé était de 46 millions de dollars ; les Federal Reserve

Banks avaient donc finalement à bloquer 2.023 millions de dollars pour garantir la circulation monétaire. Si elles avaient eu du papier commercial en quantité suffisante, elles auraient pu se contenter d'une garantie or égale à 40 % de la circulation effective (2.643 millions), soit 1.057 millions, et profiter d'un supplément de couverture métallique de 976 millions. La marge d'or libre aurait été de 1.392 millions, tandis qu'elle n'était que de 416 millions.

L'objet de l'article 3 du Glass Steagall Act est d'autoriser jusqu'au 3 mars 1933 (limite ultérieurement portée au 3 mars 1935), les Federal Reserve Banks à déposer, en garantie des Federal Reserve Notes qui leur sont délivrées, des obligations fédérales aux lieu et place des effets de commerce.

Au mois de février 1932, elles avaient en portefeuille 740 millions de titres gouvernementaux ; il leur était donc facile d'augmenter la marge d'or disponible pour l'exportation. Elles pouvaient également intensifier la politique d'achat de titres sur le marché libre qu'elles poursuivaient depuis 2 ans et demi.

D'octobre 1929 à février 1932, leur portefeuille d'obligations fédérales était passé de 150 millions à 750 millions. De février à août 1932, il passa de 750 millions à 1.850 millions. Il en résulta une sensible augmentation des excédents de réserve des banques adhérentes qui passèrent de 43 millions à 269 millions et une nouvelle baisse de l'intérêt ; le taux de l'escompte revint à $1 \frac{1}{2}$ % et celui des acceptations à $\frac{1}{2}$ %.

Le Glass Steagall Act s'est donc révélé comme un puissant instrument de défense et d'aisance monétaire. Son défaut a été de lier le sort du dollar au crédit du gouvernement fédéral, tout comme le franc s'est trouvé, de 1914 à 1928, dépendre étroitement de la situation budgétaire de la France ; la situation de

la Trésorerie américaine était alors assez brillante pour que ce lien ne constituât pas un danger immédiat.

Escompte direct par les Federal Reserve Banks

L'Emergency Relief and Construction Act du 21 juillet 1932, qui, on l'a vu plus haut, avait passablement étendu les attributions de la Reconstruction Finance Corporation, contient également une modification d'une certaine importance du Federal Reserve Act. Celle-ci prévoit qu'en cas de circonstances exceptionnelles et graves, le Federal Reserve Board peut, pour une durée déterminée, autoriser les Federal Reserve Banks à escompter directement des effets commerciaux aux particuliers et aux sociétés autres que des banques.

Le Federal Reserve Board a immédiatement proclamé que, pour une période de 6 mois commençant le 1^{er} août 1932, ces circonstances exceptionnelles et graves existaient ; il a donc autorisé les escomptes directs, mais les a soumis à des restrictions sévères ; non seulement les effets doivent présenter tous les caractères d'éligibilité que l'on exigerait d'eux s'ils étaient présentés par une banque, mais encore on exige des garanties en titres, des renseignements précis sur la situation du tireur, et, de plus, la preuve qu'aucune banque consultée n'a voulu des effets présentés.

Très peu d'effets réalisèrent les conditions demandées ; pour les cinq derniers mois de 1932, les escomptes accordés ne s'élevèrent qu'à la somme dérisoire de 859.000 dollars.

La création des Federal Home Loan Banks

Le crédit hypothécaire, on l'a déjà indiqué, était très développé aux Etats-Unis. Les ouvriers des villes, les petits bourgeois,

dans leur hâte d'être propriétaires, achetaient leur demeure au moyen de capitaux fournis en partie par une « building and loan association » (association de construction et de prêts), une banque d'épargne ou une compagnie d'assurances de leur ville, et ils donnaient à leur prêteur une hypothèque sur la maison et le terrain. Chacun des prêts consentis était, en général, de montant faible, mais, par suite de l'aggravation de la crise, tous les emprunteurs simultanément se trouvèrent en difficultés. D'où une double menace : d'abord, beaucoup de petites gens pouvaient, du jour au lendemain, se trouver expulsées de leur logement ; ensuite, de nombreuses organisations de prêts, incapables de réaliser leurs gages, allaient se trouver acculées à la faillite.

Pour remédier à cette situation, le Président Hoover imagina d'organiser un système calqué sur le Federal Reserve System. Il créa douze Federal Home Loan Banks qui faisaient des avances aux différentes associations, banques ou sociétés, ayant consenti des prêts aux propriétaires sur la maison qu'ils habitaient. L'obtention de ces avances était soumise à des conditions strictes, tant pour le taux des intérêts qui devaient être payés par les emprunteurs originaux, que par les gages qui devaient être remis aux Federal Home Loan Banks.

Le capital devait, en principe, être fourni principalement par les emprunteurs éventuels ; en fait, il le fut surtout par la Reconstruction Finance Corporation qui souscrivit pour 81 millions de dollars.

A la tête de cette organisation existait un Federal Home Loan Board, qui surveillait la marche de l'ensemble. Il rendit des services appréciables, mais son champ d'activité étant réduit, l'influence qu'il exerça sur l'ensemble du système bancaire resta limitée.

*Augmentation de la circulation des billets
des National Banks*

La même loi qui créait les Federal Home Loan Banks contient par suite d'un étrange illogisme, une disposition d'un caractère tout différent et d'une portée beaucoup plus générale.

On a vu précédemment que les billets des National Banks, émis en vertu du National Bank Act de 1862, étaient gagés par certaines obligations du gouvernement fédéral portant le privilège de circulation. Depuis l'entrée en vigueur du Federal Reserve System, le Trésor américain, dans son désir d'unifier la circulation monétaire, n'avait pour ainsi dire plus émis de bons jouissant des caractéristiques nécessaires ; au 30 juin 1932, il n'y avait plus en circulation que 674 millions de dollars d'obligations de ce type couvrant un montant presque égal de National Bank Notes ; c'était peu de chose dans une circulation monétaire totale de près de 5.700 millions. Or, la crise de 1931 avait mis en évidence l'insuffisance de papier éligible ; le Glass Steagall Act y avait en partie remédié ; l'article 29 du Federal Home Loan Bank Act le complète en conférant à 3.088 millions de bons du Trésor le privilège de circulation.

Il ne faudrait cependant pas conclure de cette innovation que les National Banks allaient pouvoir émettre pour 3.762 millions de dollars de billets de banque ; un autre élément intervient, dont on n'avait pas à tenir compte auparavant ; les National Banks n'avaient pas le droit d'émettre plus de billets qu'elles n'avaient de capital versé. Or, le total de tous leurs capitaux n'était que de 1.570 millions de dollars.

Il y a donc eu surabondance d'obligations fédérales portant le privilège d'émission, et le volume éventuel de la circulation ne s'est, en réalité, trouvé augmenté que de 900 millions de dollars.

Cette disposition n'est valable que jusqu'en août 1935. Les banques ne se sont pas hâtées d'en profiter. En 1932 et au début de 1933, la circulation des National Bank Notes a légèrement augmenté aux dépens des autres catégories de billets de banque, mais elle n'a jamais dépassé 936 millions de dollars. Il est vrai que l'on était alors en pleine période de pléthore monétaire, le taux minime de l'intérêt réduisant beaucoup l'avantage que les National Banks pouvaient trouver dans l'émission de nouveaux billets.

Le Président Hoover prit encore quelques autres mesures qui, sans être strictement financières, bancaires ou monétaires, contribuèrent à mettre un crédit aussi abondant que possible à la disposition des usagers ; telles sont : l'extension des pouvoirs de prêts des Federal Land Banks (Crédit fonciers régionaux créés en 1916), l'organisation de la Railroad Credit Corporation, destinée à venir en aide aux Chemins de fer, de la Commodity Credit Corporation, qui devait bloquer une partie des excédents de coton et de blé.

Toutes ces mesures partent d'une même conception : l'Amérique est le pays le plus riche, le mieux organisé et le mieux équipé du monde ; la crise qu'il traverse ne peut être que passagère ; rien n'est à changer dans ses fondements économiques. Il s'agit simplement d'abrégier la dépression et d'aider les classes les plus éprouvées à la supporter sans trop de souffrances. Les événements des deux derniers mois de sa présidence se chargèrent de montrer à M. Hoover qu'une branche au moins de l'activité nationale était atteinte d'une maladie chronique : les banques.

Mais, avant d'aborder l'examen de la troisième et dernière crise du régime Hoover, il importe de jeter un coup d'œil sur une partie de son œuvre qui, pour être moins connue, n'en a pas été moins utile.

CHAPITRE V

Les conclusions de la Commission sénatoriale d'enquête

En dehors de son œuvre, que l'on peut qualifier de constructive, le président Hoover est l'auteur d'une œuvre critique qui est destinée à préparer l'amélioration de l'avenir, et empêcher le retour des errements passés. Il a pour cela constitué à l'intérieur du « Committee on Banking and Currency United States Senate », qui correspond chez nous à la « Commission des Finances du Sénat », une commission qui a pour tâche « d'examiner à fond le fonctionnement des bourses de valeurs en ce qui concerne l'achat, la vente, l'emprunt, et le prêt de titres cotés, la valeur de ces titres et les conséquences qui en résultent ». Cette commission, constituée dans le courant de 1932, a commencé à tenir ses audiences publiques au mois de janvier 1933, et les a poursuivies jusqu'à la fin de juin de la même année. A ne considérer que les dates il y aurait autant de raisons de la rattacher à l'œuvre du Président Roosevelt qu'à celle du Président Hoover ; mais logiquement elle s'apparente à l'administration républicaine : tout le travail préliminaire de recherches et d'études a été accompli en 1932, et cette préparation très soignée a donné son orientation aux auditions publiques ultérieures ; dans l'idée même d'instituer une commission d'enquête on reconnaît l'ingénieur et le technicien qu'était M. Herbert Hoover ; enfin les faits analysés se sont

tous passés sous une administration républicaine. La leçon générale qui en découlait était connue bien avant le 4 mars 1933 ; elle inspirait les projets de réforme bancaire qui virent le jour fin 1932 et début 1933 ; ces projets ne vinrent jamais à maturité, mais lorsque le gouvernement Roosevelt s'attellera à sa grande œuvre de réorganisation bancaire et boursière, il trouvera une matière toute préparée.

Les comptes rendus des audiences publiques de la Commission d'enquête sont les seuls documents officiels qui aient porté à la connaissance du public les conclusions auxquelles les sénateurs étaient parvenus ; ces textes sont groupés en six volumes concernant respectivement : La Maison Morgan & C^o — La Maison Kuhn Loeb & C^o — La Pennroad Corporation — La National City Bank — Les affaires Insull — L'affaire Kreuger & Toll (1). L'abondance de la matière ne nous permet pas d'examiner successivement chacune de ces affaires ; nous nous contenterons d'indiquer les principaux abus qui ont été constatés, en rappelant les faits qui ont permis de les mettre en lumière. L'enquête a révélé d'une part les profits anormaux obtenus par certains individus favorisés aux dépens de leurs firmes, d'autre part, les bénéfices scandaleux réalisés par certaines maisons sur le dos de l'épargne ; elle a montré le danger de la confusion des banques de dépôts et des banques d'affaires.

(1) Nous rappelons ici pour mémoire, que Morgan & C^o, et Kuhn Loeb & C^o, sont deux des plus importantes banques d'affaires américaines, que la Pennroad Corporation est un holding créé en 1929 par Kuhn Loeb et la Pennsylvania Railroad C^o, que la National City Bank est la deuxième banque de dépôts des Etats-Unis, que les Affaires Insull étaient un groupement d'affaires d'Eaux, de Gaz et d'Electricité de la région de Chicago, qui s'est écroulé en 1931, que l'affaire Kreuger & Toll, société suédoise un moment très puissante, avait émis aux Etats-Unis, par l'intermédiaire de MM. Lee, Higginson & C^o, plusieurs emprunts, dont le service n'est aujourd'hui plus assuré.

faïres, leur hostilité latente à l'égard du Federal Reserve System, les dangers des investment trusts, et la conclusion la plus nette que les politiciens en ont tirée, a été de mettre en lumière la toute-puissance redoutable et menaçante des banquiers.

Les profits personnels excessifs

Le directeur de banque américain le plus attaqué au cours de ces dernières années a été sans contredit M. Charles E. Mitchell. Il fut à un moment donné président du Conseil d'administration de la National City Bank, qui était la deuxième plus importante banque de New York et des Etats-Unis, ainsi que de sa filiale qui s'occupait des opérations sur titres, la National City Company. Sans doute ses appointements fixes n'étaient-ils que de 25.000 dollars par an dans chacune de ces sociétés, mais il se taillait la part du lion (environ $\frac{1}{3}$), dans la participation de la direction aux bénéfices. Cette participation était égale à 20 % des profits nets réalisés, après un prélèvement de 8 % pour les réserves. Pour l'exercice 1927, M. Mitchell reçut à ce titre de la National City Bank et de la National City Company (à peu près moitié de chacune), plus de un million de dollars ; pour 1928, ses rémunérations s'élevèrent à 1.238.000 dollars, soit environ trente millions de francs français. En 1929, les résultats ne permirent pas de doter le fonds de participation de la direction ; mais comme la répartition se faisait deux fois par an et que le premier semestre laissait préjuger un exercice favorable, M. Mitchell reçut cinq cent mille dollars, somme qui par suite des résultats ultérieurs, ne fut jamais justifiée et dont M. Mitchell resta toujours débiteur vis-à-vis du fonds de participation. Ces chiffres-ci ne comprennent que la rémunération que recevait

M. Mitchell de la National City Bank et de la National City Company ; si l'on veut y ajouter les autres avantages qu'il tirait des différents conseils d'administration sous forme de tantième et de prix de faveur pour titres en cours d'émission (1) on arriverait sans doute à des chiffres astronomiques. Le Sénateur Couzens, au cours de l'enquête, s'est chargé de tirer la morale de ces constatations : « ...Je tiens à mentionner que ce témoignage est mis en vedette non pour nous occuper des affaires personnelles de M. Mitchell et de la National City Company, mais pour démontrer publiquement si possible que ces appointements déraisonnables et ces tantièmes entraînent une direction bancaire malsaine et un commerce de titres malsain... Je pense que le public doit savoir quels motifs sont à l'origine de certains placements ; et pourquoi certains titres sont écoulés dans le public » (2).

Les banques d'affaires telles que la maison Kuhn Loeb, lorsqu'elles ont une émission d'obligations à lancer dans le public, ne désirent généralement pas conserver seules le risque de l'opération ; elles constituent un syndicat de garantie qui achète théoriquement la totalité de l'émission à un prix déterminé et la revend aux distributeurs ou au public quelques points ou quelques fractions de point au-dessus. Cette double transaction se fait sans que les syndicataires aient à en déboursier le montant ; leur rôle réel se borne à garantir à la société émettrice que l'intégralité de ses titres trouveront preneurs, ce n'est que tout à fait exceptionnellement qu'une partie de l'émission reste entre les mains des membres du syndicat ; naturellement la maison Kuhn Loeb ne s'adresse pour constituer les garanties qu'à des banques ou des personnalités finan-

(1) V. plus loin, p. 68.

(2) Rap. Commission d'enquête Nat. City Bank, p. 1.779.

cièrement responsables, au premier rang desquelles on trouve les propres associés de la maison, à titre personnel. Etant donné la quasi certitude d'un bénéfice, le fait d'être appelé à faire partie d'un syndicat de garantie apparaît comme une mesure de faveur et, dans certains cas presque de corruption. Aussi la présence dans ces syndicats de personnalités telles que M. G. H. Ecker, Président de la Metropolitan Life Insurance (la plus importante compagnie d'assurances américaine), de M. Mitchell, précédemment cité, de MM. A. E. Wiggin, président de la Chase National Bank (la plus importante banque de dépôts), County, directeur de la Pennsylvania Railroad, Newcomb Carton, directeur de la Western Union Telegraph Company, est apparue aux membres de la Commission d'enquête comme une pratique dangereuse et condamnable.

Non moins discutable, quoique fort différente, est apparue la façon de procéder de la maison Morgan. Celle-ci, lorsqu'elle se charge de lancer une émission d'actions, ne l'offre presque jamais au public. Elle possède une clientèle suffisamment nombreuse et riche pour pouvoir placer la totalité de l'émission par le moyen des « offres privées ». Elle annonce à ses principaux clients qu'elle possède une certaine quantité d'actions de telle ou telle société sur lesquelles elle peut leur consentir une option pour quelques jours. Or l'enquête a démontré que moins d'une semaine après cette offre les titres sitôt introduits sur le marché avaient déjà subi une hausse de deux, trois ou quatre points. C'était donc pour les souscripteurs, la certitude d'un bénéfice. Citons, à titre d'exemple, l'émission United Corporation faite en janvier 1929. La souscription se faisait par « units », c'est-à-dire par certificats englobant une action de préférence de 50 dollars et une action ordinaire de 25 dollars ; ces « units » furent offerts aux souscripteurs habituels aux prix de 75 dollars ; on trouva naturellement de

grosses souscriptions provenant des grandes banques, mais on en trouva également d'autres moins importantes, mais beaucoup plus discutables, du fait qu'elles étaient attribuées à des particuliers tels que MM. Mitchell, de la National City Bank (7.000 units), Prosser, de la Bankers Trust (7.000 units), Wiggin, de la Chase National Bank (4.000 units), Norman H. Davis, de la Bank of New York and Trust Co (250 units), Lansing Reed, de la Guaranty Trust (500 units), Myron C. Taylor, de la First National Bank of New York (5.000 units), le général Pershing (250 units), le colonel Lindbergh (300 units). Moins de huit jours après l'ouverture de la souscription, les « units » étaient cotés sur le marché hors cote 93 dollars !

Ce sont également ces mêmes personnalités qui, à la fin de ce même mois de janvier, se virent offrir par la maison Morgan, avant l'introduction, des actions Alleghany Corporation au prix de 20 dollars par titre ; on trouva de plus parmi les souscripteurs les noms de MM. Charles Francis Adams, ancien secrétaire pour la marine (1.000 actions), Woodin, secrétaire du Trésor de M. Roosevelt (1.000 actions), Raskob, président du Comité du parti démocrate (2.000 actions), Nutt, trésorier du Comité National du parti républicain (3.000 actions). Le 1^{er} février, ces mêmes titres étaient introduits au cours de 37 dollars ; ils revinrent ensuite à 33 dollars, laissant néanmoins un bénéfice substantiel aux souscripteurs originaux.

L'enquête sur la National City Bank a fait apparaître un cas de corruption encore plus manifeste. La National City Company s'était, en 1931, portée adjudicataire d'une émission de soixante-six millions de dollars de bons 4 $\frac{1}{2}$ % du Port de New York au prix de 96,675 % ; conjointement avec une vingtaine d'autres sociétés de placement, dont la Chase Securities Corporation, elle les plaça dans le public à 100 ou 100,5 %. L'opération était profitable, mais correcte. Elle devint criti-

quable quand on découvrit que M. John Ramsey, directeur général du Port de New York, avait reçu de la National City Company une somme de dix mille dollars en espèces, soi-disant à titre de prêt, prêt d'ailleurs jamais réclamé et jamais remboursé.

Les dirigeants des banques se sont trouvés bien souvent bénéficier d'avantages auxquels un client normal n'aurait pas eu droit et qui constituent non seulement des irrégularités mais aussi des risques supplémentaires pour les déposants et les actionnaires. Une décision prise en novembre 1929 par le Conseil d'administration de la National City Bank, a paru à cet égard particulièrement critiquable. Elle stipulait que « les directeurs en charge étaient autorisés à avancer, sans intérêt, à Eric P. Swanson et James H. Perkins agissant en tant que « trustee » et non personnellement, sur leur signature, avec ou sans garantie, toutes sommes à concurrence de 2 millions de dollars, qu'ils jugeraient nécessaires pour faire discrétionnairement tous prêts garantis ou non à tels directeurs de la banque ou de ses filiales qu'ils désireront, pour leur venir en aide dans la crise que l'on traverse, et soutenir ainsi le moral de l'organisation ». Cette décision, prise au lendemain de la crise boursière, ne diffère guère de celle d'un grand nombre d'entreprises industrielles qui, dans des intentions généreuses, mais sans toujours mesurer la portée de leurs actes, avaient soutenu financièrement ceux de leurs employés qui avaient acheté, sur marge, des actions de la Société qui les employait. L'initiative de la National City Bank était particulièrement dangereuse ; malgré la précaution prise de faire l'avance à des trustee, elle violait le National Banking Act qui interdit à une National Bank de faire à ses directeurs des avances non garanties ; de plus, elles ne bénéficièrent qu'aux directeurs, beaucoup moins à plaindre que les employés ; les avances consenties

s'élevèrent à 2.400.000 dollars en dépassant de 400.000 dollars les limites prévues ; de 1929 à 1933 5 % seulement en furent remboursées. Elles avaient été réparties entre un nombre très restreint de personnes ; on cita les noms de deux sous-directeurs, par exemple, qui reçurent l'un 285.000 dollars, l'autre 345.000 dollars : c'était autant de perdu pour les actionnaires.

Les profits excessifs réalisés par certaines banques

Ces quelques exemples montés en épingle par la Commission d'enquête n'étaient pas très flatteurs pour les directeurs de banques, mais ce n'était, il faut le reconnaître, que des cas individuels et assez peu nombreux ; les critiques suivantes portant sur l'activité propre, normale et ouverte des banques d'affaires, les conclusions à en tirer sont beaucoup plus graves et plus générales.

L'ensemble des opérations faites par la maison Khun Loeb, soit pour les émissions d'obligations de la Banque Hypothécaire du Chili, soit pour les émissions d'actions de la Pennroad Corporation, est particulièrement caractéristique. De juin 1925 à juin 1929, la maison Kuhn Loeb a mis sur le marché cinq séries d'obligations de la Banque Hypothécaire du Chili :

en juin 1925.....	\$ 20.000.000	d'obligations 6 1/2 % émises à	97 3/8
en juillet 1926.....	\$ 20.000.000	— 6 3/4 % —	99 1/4
en décembre 1926..	\$ 10.000.000	— 6 % —	98 3/4
en avril 1928.....	\$ 20.000.000	— 6 % —	95 3/4
en juin 1929.....	\$ 20.000.000	— 6 % —	92

L'un des associés de la maison Kuhn Loeb, M. Benjamin J. Buttenwieser, démontra que la maison s'était entourée de toutes les informations nécessaires tant sur la situation particulière de la Banque Hypothécaire, que sur la situation générale

du pays, et que rien ne pouvait laisser supposer une suspension éventuelle du service de ces emprunts. Les méthodes de lancement n'étaient pas toujours identiques ; dans le cas le plus complet, ces émissions passaient successivement :

1° par le syndicat originaire, qui comprenait Kuhn, Loeb et un ou deux autres banquiers ;

2° par le syndicat de garantie qui comprenait quelques éminentes personnalités financières ;

3° par le syndicat de vente qui comprenait un grand nombre de sociétés financières réparties dans tout le pays.

Dans d'autres cas, le groupe originaire se passait tantôt du syndicat de garantie, tantôt du syndicat de vente, tantôt des deux. La maison Kuhn Loeb a gagné :

\$ 122.000	pour la première émission
\$ 113.000	— — deuxième —
\$ 71.000	— — troisième —
\$ 60.000	— — quatrième —
Elle a perdu \$ 10.000	— — cinquième —

Les commissaires estimèrent néanmoins le profit hors de proportion avec l'importance des risques assumés.

Dans le cas de la Pennroad Corporation, qui était un holding constitué pour conserver une partie du portefeuille titres de la Pennsylvania Railroad, la maison Kuhn Loeb se chargea de l'émission en plusieurs étapes ; à chaque fois, elle se fit consentir des options sur une partie importante des actions émises, options qu'elle réalisa fort avantageusement à 16 dollars et 17 dollars par titre alors que ceux-ci étaient cotés 28 dollars et 29 dollars. Elle reçut également une commission pour avoir constitué le syndicat de garantie et finalement réalisa, du 22 juillet au 11 décembre 1929, un bénéfice de 5.472.000

dollars. M. Otto H. Kahn, directeur de Kuhn Loeb, attribua ce bénéfice aux conditions particulières du marché.

Les émissions lancées par la National City Company ont également été vivement critiquées, principalement celles qui étaient faites pour le compte de gouvernements étrangers. En mars 1927, elle s'était occupée avec la maison J. et W. Seligman & C^o du lancement d'un emprunt péruvien 7 % de 15 millions de dollars garanti par les recettes des Tabacs, et émis à 96 $\frac{1}{2}$. En décembre de la même année, toujours avec J. et W. Seligman & C^o, elle avait placé un nouvel emprunt péruvien 6 % de 50 millions de dollars émis à 91 $\frac{1}{2}$ et, en octobre 1928, dans les mêmes conditions, un troisième emprunt péruvien de 25 millions de dollars émis à 91. Au moment où l'enquête sénatoriale eut lieu, c'est-à-dire en 1933, le Pérou ne payait déjà plus les coupons de ces emprunts et les titres étaient tombés entre 4 et 10 dollars. Le procureur du gouvernement auprès de la Commission d'enquête put exhiber des documents irréfutables prouvant que la National City Company ne pouvait ignorer la mauvaise situation financière du Pérou au moment de ces émissions : par exemple, une note d'un sous-directeur s'occupant des placements étrangers, datée de 1925, ainsi rédigée : « Pérou — paye mal ses dettes — Risque moral et politique défavorable — Dette intérieure lourde — Situation budgétaire et commerciale analogue à celle du Chili ces dernières années — Ressources naturelles variées — Devrait progresser rapidement dans les 10 années à venir » (1), — et une lettre d'août 1928 du directeur de la National City Bank à Lima ainsi conçue : « Situation financière du gouvernement : continue à être très serrée ; d'après ce que nous avons appris tous les organismes dépendant du

(1) Rap. Commission d'enquête Nat. City Bank, p. 2.065.

Gouvernement seraient en retard pour le paiement des salaires de leurs employés » (1). Ce ne sont évidemment pas des rapports encourageants pour faire deux mois plus tard un prêt de 25 millions de dollars à ce gouvernement. Aussi la commission de la National City Bank était-elle plus importante que d'ordinaire : en moyenne, 5 dollars par titre de 100 dollars placé ; ses profits furent d'ailleurs fort appréciables : ils atteignirent, nets de tous frais, 211.000 dollars pour la première émission, 318.000 dollars pour la deuxième et 152.000 dollars pour la troisième.

La commission d'enquête examina dans les mêmes conditions le placement de deux emprunts de l'Etat Brésilien de Minas Geraes 6 $\frac{1}{2}$ % de 8 millions et 8 millions et demi lancés en 1928 et 1929, et qui cessèrent de payer leurs coupons en 1932.

L'étude du lancement en 1929 des actions de l'Oliver Farm Equipment Company, résultant de la fusion de trois firmes d'outillage agricole, révéla qu'à cette occasion la National City Company avait réalisé un bénéfice de 1.288.000 dollars, et que les actions qu'elle avait vendues 45 dollars étaient, en 1933, tombées à 1 dollar $\frac{1}{4}$.

L'émission de 32 millions de dollars de bons hypothécaires 6 % à 99 % de la Lautaro Nitrate, compagnie qui exploitait des mines de nitrate au Chili, lui rapporta 998.000 dollars, plus un bénéfice sur un paquet d'actions de la Société ; les bons qui avaient été placés à 99 dollars étaient en 1933 tombés à 2 dollars $\frac{1}{2}$.

(1) Rap. Commission d'enquête Nat. City Bank, p. 2.110.

Confusion des banques de dépôts et des banques d'affaires

La National City Company fit un effort considérable pour placer dans le public les actions de la National City Bank ; sur un total de 5.500.000 actions, deux millions passèrent par ses mains de juillet 1927 à décembre 1930 ; elle les poussa jusqu'au cours de 585 dollars, alors que son directeur, M. Rentschler dut convenir que leur valeur, d'après ses livres, n'avait jamais dépassé 70 dollars au plus ; d'ailleurs ces titres étaient retombés à 28 dollars.

La National City Bank, en tant que soumise au National Banking Act, n'avait pas le droit d'acheter ou de vendre ses propres actions. C'est pourquoi elle les faisait placer par la National City Company ; la commission d'enquête n'a pas manqué de faire remarquer que, si ce n'était pas là une violation de la lettre de la loi, l'esprit s'en trouvait faussé ; d'autant plus que, ces titres n'étant cotés sur aucun marché officiel, la National City Company se portait elle-même contre-partie des opérations dans les deux sens, et se trouvait ainsi obligatoirement contrainte de prendre une position tantôt débitrice, tantôt créditrice sur les actions de la banque. C'est ainsi qu'au mois d'avril 1929 elle fut obligée d'emprunter à M. Charles Mitchell personnellement, 30.000 actions pour pouvoir livrer tous les titres qu'elle avait vendus.

Par là, la Commission d'enquête a touché le point peut-être le plus névralgique de l'organisation bancaire des Etats-Unis : la confusion entre les banques de dépôts et les banques d'affaires. Dans les State Banks cette confusion se trouve réa-lisée en un organisme unique ; quant aux National Banks, comme leur activité est très strictement contrôlée et qu'il leur est interdit de prendre les risques importants que comporte

une banque d'affaires, elles se sont dédoublées en créant des « Securities affiliates » ou filiales s'occupant des questions de titres ; tout le monde savait, et la commission d'enquête n'a fait que le rappeler, que ces deux sociétés, apparemment distinctes, étaient en réalité confondues. Si l'on veut par exemple prendre le cas de la National City Bank et de la National City Company, on s'aperçoit que la propriété d'une action de la première entraîne *ipso facto* la propriété d'une action de la seconde ; mais, par le fait même de son achat, l'actionnaire de la National City Company renonce à son droit de vote à l'assemblée générale au profit d'un collège de trois trustee nommés à l'origine et se renouvelant par cooptation. De cette façon la National City Bank est assurée de ne pas voir un groupe étranger s'immiscer dans la gestion de sa filiale : c'est ce que les Américains appellent un « voting trust ».

Cette pratique était critiquée depuis longtemps et M. Pecora a pu, au cours du débat, exhiber une lettre datant de 1911, année de la fondation de la National City Company, dans laquelle Frédéric W. Lehmann, Solicitor général des Etats-Unis, donnait sur sa demande à l'Attorney général son opinion sur les accords qui liaient la National City Bank et la National City Company ; elle peut se résumer dans cette phrase : « J'ai, dit-il, considéré la question avec tout le soin que recommandait son importance et je suis arrivé à la conclusion que, et la banque, et la société, qu'on les considère comme filiales ou indépendantes, violent la loi ». Cette opinion pourtant fort nette n'empêcha pas la National City Company de vivre et même de prospérer jusqu'en 1929. L'enquête met en lumière un cas où la confusion des deux entreprises s'était montrée particulièrement dangereuse : en 1922, la National City Bank avait accordé pour environ 30 millions de dollars de prêts à différentes compagnies sucrières de Cuba. Par

suite de la baisse du sucre qui survint ultérieurement, ces avances ne furent pas remboursées, et devinrent un actif gelé qui attira les critiques des contrôleurs de Washington. En 1927, la National City Bank fit une augmentation de capital qui permit à la National City Company de souscrire la totalité du capital, soit 25 millions de dollars, d'une nouvelle société, le General Sugar Corporation, dont l'unique raison d'être était de racheter, moyennant un versement en espèces, les prêts consentis par la National City Bank à ces divers sucriers ; par ce moyen détourné, ce furent les propres actionnaires de la National City Bank qui remboursèrent à la banque les prêts malheureux qu'elle avait consentis.

Hostilité à l'égard du Federal Reserve System

La Commission d'enquête a encore fait à la National City Bank un reproche d'un caractère particulier : il s'agit d'événements remontant au mois de mars 1929 ; la bourse était en pleine effervescence ; l'argent au jour le jour était monté jusqu'à 20 % ; le Federal Reserve Board commençait tout de même à prendre conscience du danger que créait cette inflation boursière, mais il tardait à se décider à relever le taux de l'escompte. Pourtant, dans le courant du mois de mars, ainsi qu'on l'a vu précédemment, il avait adressé un appel aux différentes banques pour leur demander de cesser d'emprunter aux Federal Reserve Banks de l'argent qu'elles allaient ensuite porter à la bourse ; cet appel fut en grande partie entendu, et beaucoup de banques adhérentes réduisirent leurs avances aux brokers (leur attitude, nous l'avons vu, fut d'ailleurs inutile, car des particuliers prirent leur place). C'est précisément ce moment que la National City Bank choisit pour jeter 25 millions de dollars sur le call-loan money market, au taux

de 16 %, annihilant par là même les efforts du Federal Reserve Board. M. Mitchell se défend en disant que, s'il a agi de la sorte, ce fut pour éviter une panique monétaire. Sans doute aurait-il mieux valu laisser éclater cette panique ; elle eut prévenu et rendu moins violente la crise du mois d'octobre suivant.

Les Investment Trusts

Les événements d'octobre ont mis particulièrement en évidence le danger d'un genre de sociétés qui, s'il existait déjà depuis plusieurs décades, avait depuis 1925 pris un développement tout spécial : les « investment trusts ». Sous ce vocable, les Américains désignent des sociétés dont le but essentiel est d'acquérir, soit afin de s'assurer une majorité, soit tout simplement afin d'en tirer des revenus, des actions ou obligations d'autres sociétés. Un simple calcul permet de voir que, par la superposition de trois ou quatre « investment trusts » un groupe peut s'assurer la majorité dans une entreprise tout en ne possédant qu'une somme égale au quart ou au dixième du capital de la société exploitante. Par ailleurs, les banquiers américains se jugeaient, jusqu'en 1929, mieux que leurs clients à même de discerner les titres qu'il était intéressant d'acheter ou de vendre : d'où l'idée de faire souscrire à ces clients des actions de l'investment trust qu'ils fondaient et de s'occuper de faire fructifier les capitaux qui leur étaient confiés ; les clients profiteraient ainsi de leurs connaissances spéciales et eux-mêmes recevraient une honnête rémunération pour leur services. Ces calculs étaient fort séduisants et certains « investment trusts » distribuèrent pendant la période de prospérité des dividendes attrayants ; ils avaient par contre le gros inconvénient, dont on ne s'aperçut que plus tard, de

créer une véritable inflation boursière, en grossissant le nombre des titres mis à la disposition du public et en faisant monter le cours de certaines valeurs à des prix ridicules. La réaction fut terriblement brutale. Un tableau publié lors de l'enquête sur la Banque Morgan montre qu'aucun « investment trust » ne perdit au cours de la crise de ces dernières années moins de 40 % de son capital, et certains, tels que la Goldmann Sachs Trading Corporation, 90 %.

Les défauts de ces organismes n'échappaient à personne, pas même aux banquiers, et quand on demandait à M. Otto H. Kahn, de la maison Kuhn Loeb quelles réformes il préconisait, il mentionnait le contrôle des investment trusts, la publication obligatoire de leurs opérations et la suppression du système des voting trusts (1) qui avait pour résultat d'enlever aux actionnaires tous droits de regard sur l'activité du trust.

Puissance de certaines maisons de banque

Ce fut un des objectifs du procureur du gouvernement au cours de l'enquête de s'efforcer de montrer que les banquiers non seulement réalisent des bénéfices abusifs, mais ont de plus une influence hors de proportion avec leurs ressources financières. Ce faisant, c'était surtout la maison Morgan qu'il visait.

Parmi les grandes affaires qui sont généralement considérées comme appartenant au groupe Morgan, très rares sont celles, comme Johns' Manville et l'International Telephone et Telegraph, au capital desquelles la firme est effectivement intéressée. Elle entretient des rapports très anciens et très étroits avec la General Electric et l'U. S. Steel, mais ne possède pas

(1) Nous avons indiqué, p. 75, à propos de la National City Company, ce qu'il faut entendre par « voting trust ».

une seule action ni de l'une ni de l'autre. Elle a une part importante dans la direction de la Guaranty Trust Company et de la Bankers Trust Company bien que, dans chacune d'elles, sa participation financière soit inférieure à $\frac{1}{2}$ % du capital.

Au point de vue ressources, la Banque Morgan ne se classe qu'au neuvième rang des banques américaines :

TOTAL DE L'ACTIF
(en millions de dollars)

Chase National Bank	1.989
National City Bank	1.858
Guaranty Trust	1.494
Central Hanover	756
Bankers Trust	745
Irving Trust	621
First National Bank	539
Bank of Manhattan	461
Chemical Bank	406
Morgan & C ^o & Drexel & C ^o (1)	432

Ce n'est donc pas son capital propre qui est la base de la suprématie financière de la maison Morgan, mais bien plutôt, comme M. Pecora s'efforce de le prouver, le réseau des postes d'administrateurs occupés par les associés de la maison Morgan. Ils détiennent trois sièges à la Bankers Trust, au Northern Pacific Railroad, à l'U. S. Steel, à Kennecott Copper, à l'United Corporation ; deux sièges à la Guaranty Trust, à la New York Trust, à la General Motors, à l'International Telephone & Telegraph ; la maison Morgan est directement représentée dans 89 sociétés et y détient 126 postes d'administrateurs. M. J. P. Morgan répondit à cet argument que le banquier n'est

(1) Drexel & C^o est la filiale de Morgan, installée à Philadelphie ; sous deux noms différents, les deux maisons n'en forment, en fait, qu'une.

à même d'assurer convenablement son rôle d'émetteur qu'à la condition d'avoir un droit de regard permanent dans l'entreprise financée et qu'une collaboration de l'industriel et du financier est nécessaire pour assurer la bonne marche de l'affaire et la protection de l'actionnaire et de l'obligataire. M. Pecora ne se tint pas pour battu : il démontra que l'influence de la maison Morgan ne se limitait pas aux 89 sociétés où elle détenait des postes d'administrateurs, mais que par le jeu des « interlocking directorates » c'est-à-dire des administrateurs communs, elle englobait 2.175 entreprises, disposant de plus de 100 milliards de dollars de ressources.

Sur ce point comme sur tous les points soulevés par les débats de la commission sénatoriale, la discussion pourrait continuer à perte de vue. Nous ne nous y attarderons pas parce que la vérité serait trop difficile à trouver ; ce qui nous intéresse c'est l'impression produite par l'enquête sur l'opinion publique et ses répercussions ultérieures sur l'orientation que le Président Roosevelt a donnée à ses réformes financières et bancaires. On la retrouve avec une franchise bourrue dans ces quelques paroles adressées au cours de l'enquête par le sénateur Brookhart, à M. Baker, président de la National City Company : « Nous avons étudié les bourses de valeurs, la Bourse de New York et ses manipulations de toutes sortes pour pousser les actions et obligations à des niveaux acrobatiques. Puis nous en venons à votre société et nous découvrons qu'elle réalise des bénéfices encore trois ou quatre fois plus élevés. Comment pourrions-nous jamais avoir une prospérité stable dans ce pays, aussi longtemps que nous vous laisserons continuer vos affaires, sur une vaste échelle, comme vous autres les pratiquez... En 1921 (1), c'est vous qui, par l'intermédiaire

(1) Date de l'arrivée au pouvoir du parti républicain.

de M. Mellon et de ses amis, avez pris le contrôle du gouvernement... La direction de la politique est allée chercher son inspiration à votre source. C'est ainsi que les grandes questions économiques du pays ont dépendu de vous et voilà où vous nous avez menés » (1) !

(1) Rap. Commission d'enquête National City Bank, p. 1.929.

CHAPITRE VI

La crise bancaire de février-mars 1933

La politique de temporisation du Président Hoover donna pendant quelques mois des résultats heureux ; le troisième trimestre de l'année 1932 fut caractérisé par une diminution du nombre des faillites, une augmentation de la production, une fermeté très nette des prix de gros et une avance appréciable des cours de bourse. Le Federal Reserve Board avait persévéré dans sa politique d'argent facile par de très abondants achats de titres sur le marché libre.

Malheureusement cette amélioration ne se poursuivit pas durant le quatrième trimestre ; des difficultés politiques vinrent s'ajouter aux embarras économiques. Le parti républicain et M. Hoover avaient été battus aux élections du mois de novembre ; M. Roosevelt, le nouveau président démocrate, n'entra en fonction que le 4 mars suivant. Comme chaque fois qu'il y a un changement de parti politique à la Maison Blanche, il en résulta quatre mois d'interrègne qui furent marqués de la plus grande confusion. Les démocrates non installés refusaient de prendre la moindre initiative, ou même d'adhérer à un projet quelconque des républicains ; ces derniers, anxieux seulement de compliquer la tâche de leurs successeurs, laissaient les choses aller, ou bien votaient des lois

démagogiques sur lesquelles ils étaient certains que le président en exercice mettrait son veto.

Les mêmes causes qui avaient entraîné la crise monétaire d'octobre 1931 agirent de nouveau. Mais elles exercèrent cette fois leur pression sur un organisme économique épuisé par le prolongement de la crise, et sur une opinion publique mise en éveil par l'alerte précédente. L'indice de la production qui était encore de 75 en octobre 1931 contre 123 en septembre 1929, était tombé à 60 en décembre 1932. L'indice des prix de gros était passé de 96,1 (septembre 1929) et 70,3 (octobre 1931) à 62,6 (décembre 1932). Les dépôts bancaires, déjà revenus de 55 milliards en septembre 1929 à 49 milliards en octobre 1931, n'étaient plus que de 41 milliards en décembre 1932. Les comptes débiteurs avaient diminué dans une plus forte proportion encore :

42 milliards en octobre 1929	
33 —	octobre 1931
26 —	décembre 1932

Malgré l'augmentation des réserves d'or, 4.513 millions en décembre 1932 contre 4.292 millions en octobre 1931, la circulation fiduciaire n'avait que très peu progressé : 5.675 millions contre 5.540 millions. Ces chiffres montrent que la lutte contre la déflation menée avec ardeur par le gouvernement de Washington se heurtait à des forces économiques contraires et plus puissantes.

Symptômes plus inquiétants encore, les faillites bancaires réaugmentaient. La promulgation du Reconstruction Finance Corporation Act avait permis d'en ramener le total de 509 pendant le premier trimestre de 1932 à 307 pendant le 2^e trimestre et 284 pendant le 3^e trimestre ; pour le 4^e, il remonta à 356.

Dans le courant du mois de janvier 1933, cette crise bancaire devint plus aiguë, particulièrement dans la région de Saint-Louis, dans le Kansas et en Californie ; aucune grande banque ne fut atteinte, mais d'une façon générale les rentrées de billets de banque qui normalement se produisaient toujours dans le courant de janvier ne se firent pas ; au lieu de diminuer, la circulation fiduciaire augmentait ; il semblait que le public commençât à se méfier des banques et à effectuer certains règlements en espèces au lieu de les faire par chèques. Le premier accrochage un peu sérieux se produisit à la Nouvelle-Orléans, où l'Hibernia Bank and Trust Company fut victime d'un « run » et où le gouvernement dût proclamer un moratoire bancaire de 24 heures. Mais c'est dans le Middle West, la terre d'élection des catastrophes bancaires, que la crise prit véritablement naissance. Le 14 février au matin, le monde apprit avec stupéfaction que le gouverneur de l'Etat de Michigan, à la suite d'une consultation qu'il avait eue avec les principaux banquiers de Detroit, le secrétaire d'Etat au Commerce, le sous-secrétaire d'Etat au Trésor, le gouverneur de la Federal Reserve Bank de Chicago et un représentant de la Reconstruction Finance Corporation, proclamait, pour toutes les banques du Michigan, un moratoire d'une semaine, s'étendant du mardi 14 février au mardi suivant 21 février inclus. La raison en était les embarras d'une des principales sociétés financières de Detroit, l'Union Guardian Trust Company, dont les difficultés menaçaient de s'étendre à d'autres établissements, car elle appartenait à un groupe qui contrôlait une vingtaine de banques dans le Michigan. La décision du gouverneur avait pour résultat de fermer les guichets de 550 banques, et d'immobiliser 1.500 millions de dollars de dépôts. On pensait, grâce à ce répit d'une semaine, pouvoir trouver les concours nécessaires pour renflouer l'Union Guar-

dian Trust ; en fait on n'y parvint jamais, et on dut finalement la remettre entre les mains d'un « receiver », en même temps que deux autres banques importantes : la Guardian National Bank of Commerce qui appartenait au même groupe et la First National Bank of Detroit.

La panique qui avait pris naissance dans le Michigan ne tarda pas à se répandre, d'abord aux Etats voisins, puis à tout le pays. L'inquiétude du public, latente depuis déjà plusieurs semaines, se manifesta par deux mouvements de capitaux successifs : le premier, antérieur au moratoire de Michigan, consista dans un exode des dépôts des banques les moins solides vers les plus solides. En comparant les chiffres du mois de juin 1932 et ceux de janvier 1933, on constate qu'entre ces deux dates, les dépôts des banques de New York ont augmenté de 18 %, ceux des banques de Chicago de 10 $\frac{1}{2}$ %, ceux des banques des autres villes de Réserve fédérale de 0,9 %, tandis que ceux des banques de campagne ont diminué de 3 à 5 %. Le deuxième mouvement se manifesta par des retraits dans toutes les banques, grandes ou petites, solides ou vacillantes ; le public commençait à redouter une fermeture générale de tous les établissements, et dans l'incertitude de ce qu'un tel événement pourrait entraîner comme conséquences, il préférait ne conserver que des espèces. La thésaurisation commença en janvier, mais ce n'est qu'en février qu'elle prit des proportions véritablement inquiétantes ainsi qu'en témoigne l'augmentation hebdomadaire de la circulation durant cette période :

du 11 au 18 janvier	augmentation	13 millions de dollars
— 18 au 25 — — —	9 — — —	
— 28 au 1 ^{er} février — — —	41 — — —	
— 1 ^{er} au 8 — — —	53 — — —	
— 8 au 15 — — —	149 — — —	

du 15 au 21 février	augmentation	134 millions de dollars
— 21 au 1 ^{er} mars	—	732 — —
— 1 ^{er} au 8 —	—	818 — —

Une preuve que cette soudaine demande de billets était destinée à la thésaurisation se trouve dans la répartition des coupures demandées. Alors que le nombre des coupures de 1 et de 2 dollars en circulation restait sans changement, celui des coupures de 5, 10 et 20 dollars augmentait sensiblement, environ 10 à 15 % ; quant à celui des coupures supérieures à 50 dollars, il passait en quelques semaines de 1.450 millions de dollars à 1.925 millions, soit une augmentation de 30 % (1).

Au début, tout au moins, la défiance du public s'exerçait aux dépens des banques, mais non de la monnaie. Jusqu'au 15 février, il se contenta de transformer en espèces ses dépôts en banque.

Du 15 au 27 février, il commença à préférer l'or aux billets de banque ; mais la véritable panique monétaire ne dura que pendant les quatre premiers jours ouvrables du mois de mars. Celle-ci se trouve reflétée par l'augmentation de la circulation de pièces et de certificats d'or durant cette période :

		PIÈCES D'OR (en millions de dollars)	CERTIFICATS D'OR (en millions de dollars)
1 ^{er} février		480	591
8 —		487	589
15 —		497	596
21 —		516	599
28 —		572	649
4 mars		626	763

(1) V. *Federal Reserve Bulletin*, septembre 1933, p. 533.

Les banques en difficultés, lorsqu'elles avaient épuisé tous les effets qu'elles pouvaient déposer dans les Federal Reserve Banks pour obtenir des avances, n'avaient plus guère de ressource. On avait bien créé, pour les secourir, la Reconstruction Finance Corporation, mais la procédure d'ouverture de crédits était assez longue et stricte, et surtout le secours ainsi apporté engendrait un nouveau mal, car la loi exigeait la publication des noms des bénéficiaires des prêts : c'était proclamer « urbi et orbi » que la banque en question traversait une passe difficile et cette seule publicité incitait immédiatement les déposants à venir retirer leurs fonds.

Du jour où le moratoire du Michigan fut connu en Europe, des difficultés externes vinrent s'ajouter aux ennuis internes du Federal Reserve System. Les banques d'émission européennes n'avaient plus que très peu de devises américaines, mais les particuliers en avaient conservé des quantités appréciables. Ils commencèrent à les vendre aussi rapidement qu'ils le pouvaient, le dollar baissa jusqu'aux environs du gold point et serait même tombé plus bas si la Banque d'Angleterre n'avait acheté jusqu'au 28 février la plupart des dollars offerts ; elle s'empressait d'ailleurs de transformer ceux-ci en or, en se faisant mettre en réserve sous son dossier les quantités correspondantes de métal précieux par la Federal Reserve Bank de New York.

Le stock d'or du système tomba tant par la thésaurisation que par les exportations de :

4.511 millions le 15 février		
à 4.460 —	21	—
à 4.344 —	1 ^{er}	mars
4.243 —	8	—

Naturellement, les banques adhérentes qui avaient à répondre à une avalanche croissante de retraits, étaient obligées d'avoir recours aux Federal Reserve Banks ; le portefeuille effets de celles-ci (effets escomptés et achetés) passa de :

	317 millions de dollars le 15 février	
à 401 —	—	21 —
1.096 —	—	1 ^{er} mars
1.831 —	—	8 —

Les réserves des Member Banks décrurent forcément très vite :

1 ^{er} février.....	2.438 millions de dollars	
8 —	2.419 —	—
15 —	2.236 —	—
21 —	2.271 —	—
28 —	2.141 —	—
4 mars	1.904 —	—

Sous le triple effet de la thésaurisation en billets, de la thésaurisation en or et des exportations d'or, les excédents de réserves des Federal Reserve Banks fondirent littéralement ; ils étaient encore de 1.265 millions de dollars le 21 février ; ils n'étaient plus que de 416 millions le 4 mars. Le pourcentage de couverture de la circulation fiduciaire, qui était resté largement au-dessus de 60 % jusque vers les tout derniers jours de février, tomba le 3 mars à 45,3 %. Il n'était donc plus qu'à cinq points de la limite-légale.

Les symptômes généraux de la crise étaient graves et risquaient de mettre en danger la monnaie nationale ; les symptômes locaux l'étaient encore plus ; c'est sur les banques et non sur la monnaie que le public avait des craintes ; ce sont elles qui souffrirent le plus directement de la panique. Dans le Michigan, une fois le moratoire expiré, les banques saines

(et elles ne l'étaient pas toutes) purent rouvrir, mais une loi spéciale fut votée et elles ne purent payer à chaque déposant qu'un pourcentage de ses dépôts tel qu'elles pussent en verser un égal à tout autre déposant ; ce pourcentage représentait donc la proportion de leurs avoirs liquides à la totalité de leur actif. Une loi tendant au même but fut peu après adoptée par l'Etat de New Jersey ; le 25 février un moratoire bancaire fut proclamé dans le Maryland à cause de l'embarras de certaines banques de Baltimore ; on restreignit le pourcentage des retraits dans l'Arkansas, l'Indiana et l'Ohio ; le même jour, le Congrès autorisait le Contrôleur de la circulation à prendre vis-à-vis des National Banks les mêmes mesures que les autorités locales pouvaient prendre vis-à-vis des State Banks.

Le 1^{er} mars, l'Alabama, le Kentucky, le Tennessee et le Nevada proclamèrent le moratoire bancaire ; il en fut de même le 2 mars de l'Arizona, de l'Orégon, de l'Etat de Washington, de l'Utah, de la Californie, de l'Idaho, de la Louisiane et l'Oklahoma, le 3 mars de la Géorgie, du Wisconsin, du Texas, du New Mexico et de l'Arkansas ; le 4 mars des Etats de New York et de New Jersey, de la Pennsylvanie, du Massachusetts, de l'Illinois, du Colorado, du Connecticut, du Delaware, de la Floride, de l'Iowa, du Maine, du Minnesota, du Missouri, du Montana, du Nebraska, du New Hampshire, de la Caroline du Nord, du North Dakota, du Rhode Island et du Vermont.

Naturellement l'abondante demande de numéraire avait entraîné une hausse très sensible du taux de l'intérêt. Les acceptations bancaires passèrent de 0,25 % à 3 3/8 %, le « Call money » monta jusqu'à 5 et 6 % ; le 3 mars, la Federal Reserve Bank de New York, suivie le lendemain par la Federal Reserve Bank de Chicago, se décida à relever son taux d'es-compte de 2 1/2 % à 3 1/2 %. Le même jour, le Federal Reserve Board, ainsi qu'il en avait le droit strict, suspendit pour une

durée de 30 jours l'obligation pour les banques adhérentes de conserver le pourcentage légal de réserve auprès des Federal Reserve Banks, et établit une taxe exceptionnelle sur leurs dépassements. Cette disposition tardive s'avéra d'ailleurs presque inutile, puisque, dès le surlendemain, des mesures infiniment plus rigoureuses allaient être prises par le nouveau Président.

La politique de l'administration républicaine, qui avait consisté à maintenir l'argent bon marché, et à éviter par des expédients les défaillances économiques les plus menaçantes, s'achevait au milieu d'une crise plus violente que toutes celles qui avaient précédé. Le président Hoover avait pris le pouvoir en pleine prospérité ; en le quittant il avait perdu tout son prestige et laissait à son successeur une situation terriblement embrouillée : quarante-deux sur quarante-huit Etats de l'Union avaient proclamé le moratoire bancaire, et le dollar était au bord de l'abîme.

DEUXIÈME PARTIE

La réforme bancaire du Président Roosevelt

CHAPITRE PREMIER

L'opinion publique et les doctrines aux Etats-Unis le 4 mars 1933

Si pressantes que soient les nécessités économiques, elles n'éliminent jamais complètement les courants psychologiques et sociaux. Le 4 mars 1933, il y avait dans la situation morale des Etats-Unis deux éléments qu'il est impossible de négliger en parlant de l'œuvre du Président Roosevelt ; car ils ont marqué sa politique tout entière, et sa politique économique tout particulièrement ; ce sont : son immense popularité personnelle et la vulgarisation des doctrines de monnaie dirigée.

La popularité du Président Roosevelt

Le succès de M. Roosevelt, c'est avant tout l'échec de M. Hoover. Celui-ci était arrivé à la Présidence au mois de mars 1929 dans une période d'immense optimisme ; les Amé-

ricains étaient convaincus d'avoir enfin trouvé le secret de la richesse, et surtout de la stabilité dans la richesse ; rien de plus significatif à cet égard que l'incident suivant que rapporte M. André Siegfried (1) : « Je me rappelle, trois ou quatre jours avant la chute des cours, avoir déjeuné avec le chef des études financières de l'une des grandes banques new yorkaises. — A quand la prochaine crise, demandais-je ? — Vous n'êtes pas à la page, me répondait-on ; les crises décennales de nos pères sont désormais démodées ; nous croyons de préférence à des réajustements tous les trois ou quatre ans. Voyez plutôt : crise en 1921, réajustement en 1924, léger réajustement en 1927-28. Nous sommes en 1929 ; la crise que vous croyez devant nous est donc derrière nous. »

Le Président Hoover, suivant en cela les conceptions de la majorité de ses concitoyens, n'avait, pendant longtemps, pas voulu croire à la crise. Convaincu que rien de grave ne frappait l'économie américaine et que, par quelques exhortations, on pourrait réveiller l'activité économique qui se ralentissait, il avait entrepris une campagne de publicité pour inciter les Américains à développer leurs achats ; c'est précisément le moment où une nouvelle baisse se produisit à Wall Street ; première tentative, premier échec.

La crise s'aggravait de jour en jour ; on ne pouvait désormais plus nier son existence ; pour les Américains c'était une désillusion terrible. « Croire que l'on est immortel et s'apercevoir que, soi aussi, on peut mourir ; comme les autres hommes, comme ces piêtres européens de l'après-guerre ! » (2). Au moment même où le pays aurait eu le plus besoin d'un

(1) Voir, A. SIEGFRIED, M. de MARCILLY, etc..., *L'Economie dirigée*, librairie Félix Alcan, 1934, p. 65.

(2) SIEGFRIED, *Economie dirigée*, p. 66.

soutien moral, il avait à sa tête un homme, remarquable à bien des égards, mais qui n'était pas un animateur. M. Hoover était, et resta toujours un ingénieur ; lorsque successivement, l'agriculture, les chemins de fer, les banques durent avoir recours à l'aide du gouvernement, il réunit des commissions de techniciens et s'entoura des opinions les plus autorisées ; malheureusement cette procédure prenait toujours du temps. Les mesures qu'il prit : Farm Board, National Credit Corporation, Reconstruction Finance Corporation, étaient toutes les résultantes de principes rationnels et d'idées saines, mais elles arrivaient inévitablement vingt-quatre heures trop tard ; il vint un moment où il suffisait qu'il prononçât un discours pour qu'immédiatement la bourse baissât de quelques points.

Bien des gens sensés reconnaissaient qu'on ne pouvait pas le rendre responsable de la crise économique « ce n'était évidemment pas la faute du Président Hoover » dit avec une légère ironie le *Commercial and Financial Chronicle* dans son éditorial du 4 mars 1933 (p. 1.417). N'empêche que, dans l'opinion publique, il restera le Président de la Crise, tandis que son prédécesseur, le taciturne M. Coolidge, restera le Président de la Prospérité. « Nous sommes persuadés, disait le *Commercial and Financial Chronicle* du 7 janvier 1933, p. 1, que si M. Coolidge avait été le chef du Pouvoir Exécutif, durant les quatre années qui viennent de s'écouler, il aurait traité le problème tout différemment de M. Hoover et peut-être empêché la dépression d'atteindre le degré extrême où elle est parvenue ».

Les derniers mois de la Présidence Hoover avaient été particulièrement malheureux ; les catastrophes bancaires se succédaient à une semaine d'intervalle, la bourse tombait à son plus bas, le nombre des chômeurs augmentait tous les jours ;

on disait qu'il y en avait de 15 à 16 millions pour une population de 120 millions d'habitants ; des troubles sociaux éclataient de temps à autre, stupéfiant les Américains pour qui le Socialisme et le Communisme étaient des fléaux dont on devait se protéger comme des maladies contagieuses (1). Les anciens combattants organisaient une marche sur Washington pour réclamer leur « bonus » et il fallait avoir recours à la force armée pour les disperser. Devant les malheurs de son pays, le Président Hoover ne pouvait rien ; son parti avait été battu aux élections de novembre 1932, il était lui-même en perpétuel conflit avec son Congrès ; lorsqu'en dernier espoir il se retournait vers ses adversaires d'hier, ses successeurs de demain, ceux-ci lui répondaient qu'ils attendaient d'être au pouvoir pour agir et prendre des responsabilités.

M. Roosevelt gagnait tout le prestige que M. Hoover perdait ; il avait été élu par 20 millions de voix contre 14 millions à son concurrent : c'était une majorité telle que l'on n'en avait pas vue depuis le temps de Wilson ; il était maître du Sénat où les démocrates avaient 59 sièges sur 96 et de la Chambre des Représentants avec 314 sièges sur 435 ; dans cette dernière assemblée, il avait même plus de 2/3 des voix, proportion importante parce qu'elle permet au Président de modifier éventuellement la Constitution.

Son nom plaisait aux foules américaines ; il leur rappelait le temps heureux où son petit cousin Théodore Roosevelt, solide républicain, occupait la Maison Blanche. Ne disait-on pas que les fermiers du Middle West étaient convaincus que c'était l'ancien Président qui reprenait le pouvoir !

(1) Le questionnaire que remplit tout étranger en pénétrant aux Etats-Unis porte, côte à côte, ces deux questions : Etes-vous en bonne santé ? Avez-vous des idées tendant à renverser le gouvernement ?

En refusant de collaborer avec M. Hoover, il nuisait peut-être à l'intérêt national bien compris, mais il servait merveilleusement sa propre cause ; le 4 mars, la crise atteignait vraiment son moment le plus pathétique : le peuple américain était à bout de forces : il accueillit le Président Roosevelt comme un sauveur.

Un préjugé favorable régnait en sa faveur ; il sut l'entretenir avec beaucoup d'adresse : à la raideur de son prédécesseur, il opposa de la diplomatie et de la bonne grâce ; dans ses discours radiodiffusés toujours très directs, il prit ses compatriotes à témoin de ses embarras et leur demanda leur collaboration ; durant les premières semaines de sa présidence, il disposa de pouvoirs dictatoriaux et fit adopter par le Congrès tout un plan d'économies qui, dans d'autres circonstances, se serait heurté à une hostilité irréductible.

Cette popularité était précieuse pour le Président ; elle lui permit d'aborder les problèmes avec plus de netteté et d'audace que son prédécesseur et de se lancer dans un programme de monnaie et d'économie dirigées qui n'est dépassé en hardiesse et en nouveauté que par celui que les Soviets ont installé en Russie au prix de 10 ans de révolution.

Par la suite, le régime Roosevelt, devant son succès assez mitigé, rencontra des oppositions ; toutes ou presque prirent leur origine à Wall Street ; le Président sut garder la confiance de la masse ; elle lui sera nécessaire pour mener à bonne fin les réformes qu'il a entreprises.

La théorie monétaire du Professeur Irving Fisher

L'opinion publique subissait depuis quelques années l'influence de tout un groupe d'économistes, partisans de la monnaie dirigée, à la tête desquels on trouve le professeur Irving

Fisher. Celui-ci formulait déjà ses idées avant la guerre dans quelques articles et dans ses cours, mais elles ont pris corps dans un livre qu'il a publié en 1920 et qui s'intitule « *Stabilizing the Dollar* ».

Le point de départ du professeur Fisher est le mouvement anormal, selon lui, de l'indice général des prix qui a baissé continuellement de 1873 à 1893₂ et monté de 1896 à 1920 ; les prix américains ont doublé pendant la guerre et, en 1920, le dollar ne peut plus acheter qu'un tiers des marchandises que ce même dollar pouvait acheter en 1896. L'origine de ces importantes variations ne peut être cherchée dans des causes précises afférentes à la production des biens, car celles-ci affectent une classe ou une autre d'objets mais non la totalité ; dans l'ensemble, durant cette période, il n'y a pas eu rareté d'objets produits, mais plutôt surabondance. On remarque que, dans les pays ayant des systèmes monétaires identiques (pays à étalon d'or d'une part et pays à étalon d'argent de l'autre) les indices des prix suivent des mouvements parallèles ; on peut en déduire qu'il y a un rapport certain entre les prix et la quantité de monnaie en circulation. Durant la guerre, les prix ont monté dans les pays belligérants parce qu'ils ont fait une inflation de papier monnaie, dans les pays neutres parce que leurs réserves d'or se sont gonflées. Si on objecte que le prix de vente de l'or semble rester constant, c'est qu'on est victime d'une illusion : l'or étant l'étalon, son prix exprimé en monnaie par définition ne peut varier. Il n'y a pas plus de raison de dire que les marchandises varient par rapport à l'or, que de dire que l'or varie par rapport aux marchandises ; de même que, pendant des siècles, les hommes ont cru que c'était le soleil qui tournait autour de la terre, et non la terre qui tournait autour du soleil, ils sont maintenant victimes des mêmes illusions en ce qui concerne l'or et

les prix : seulement, nous sommes mal placés pour reconnaître quel est l'élément variable car une augmentation de la monnaie se traduit par une multitude de petites augmentations de prix imperceptibles. Par monnaie, il y a lieu d'entendre non seulement l'or et les billets, mais aussi les crédits en banque.

Ces variations générales de prix sont une cause de malheurs pour l'humanité, car l'augmentation ne se fait pas de façon uniforme et régulière ; les contrats à longue échéance sont conclus en unités monétaires fixes et ne peuvent suivre l'évolution des prix ; les salaires ne suivent l'indice général qu'avec un certain décalage ; leur augmentation propre entre 1913 et 1919 n'était égale qu'aux $\frac{2}{3}$ de l'augmentation moyenne ; certains prix fixés dans les concessions des entreprises de services publics sont également invariables ; dans certaines périodes, les débiteurs sont avantagés, dans d'autres les créanciers ; il en résulte des injustices graves : par exemple l'intérêt capitalisé d'une somme placée à 3 % de 1896 à 1920 serait encore inférieur à la perte de pouvoir d'achat de cette somme. Les périodes de hausse des prix facilitent les affaires ; les périodes de baisse les arrêtent ; de là, l'origine des crises cycliques ; les baisses de prix entraînent la ruine, la misère, les troubles sociaux et les guerres. Finalement, ces incessantes variations sont des pertes pour tout le monde.

D'innombrables remèdes ont été proposés, mais aucun n'est bon parce qu'il ne prend pas le mal à son origine ; ce qu'il faut, c'est changer la nature du dollar ; jusqu'à présent, le dollar était une unité de poids et non une unité de valeur ; il importe de donner au dollar un pouvoir d'achat constant ; il faut que sa valeur dépende non d'une seule marchandise, mais du plus grand nombre possible ; il faudrait, pour bien faire, que sa valeur dépendit de celle de tous les objets d'un

usage courant ; ce serait un « dollar panier de marché », ce qui n'empêcherait pas de conserver l'or comme un instrument d'échange commode ; mais on l'abandonnerait en tant qu'étalon des valeurs ; autrement dit, on ferait varier de façon appropriée le contenu métallique du dollar-or. Cela entraînerait la nécessité d'abandonner l'usage des pièces d'or : on les remplacerait par des certificats d'or qui seraient remboursables contre des poids variables de métal précieux. La détermination de ceux-ci ne serait pas laissée à l'arbitraire de la puissance publique. Elle dépendrait des fluctuations de l'indice général des prix ; les ajustements se feraient tous les deux mois et devraient avoir pour effet, par des variations appropriées, de maintenir stable l'indice des prix et donc le pouvoir d'achat du dollar. L'unité de variation serait égale à 1 % de la valeur de départ ; naturellement, il y aurait toujours des inexactitudes fractionnaires, elles s'élimineraient d'une fois sur l'autre ; pour éviter que des particuliers ne spéculent sur les variations probables de la monnaie, le Trésor Public compterait à l'achat comme à la vente une taxe de raffinage de 1 %.

Il est à remarquer qu'une fois les pièces d'or retirées de la circulation, le public ne s'apercevrait même pas de la variation du contenu métallique de la monnaie. Le professeur Fisher ne présente pas sa méthode comme un remède à tous les maux économiques ; mais grâce à elle, dit-il, le fait de tenir ses engagements ne serait pas une formule vide et les crises cycliques seraient évitées. Son application, remarque-t-il, n'est devenue possible que depuis qu'il existe un indice des prix régulièrement publié par le Bureau des Statistiques ; il fait d'ailleurs remarquer comme preuve à l'appui de sa théorie que cet indice des prix sert déjà dans certains cas à fixer soit le

taux des salaires, soit le prix d'exécution d'un contrat à longue échéance.

Les théories du professeur Fisher se sont assez vite répandues dans le public ; en 1923, le représentant Goldsborough avait même déposé sur le bureau du Congrès un projet tendant à établir un dollar à pouvoir d'achat constant ; la proposition fut rejetée, mais intéressa l'opinion ; les partisans de cette théorie ne comprenaient pas seulement des universitaires et des économistes, mais aussi beaucoup d'hommes d'affaires : ils étaient groupés dans la « Stable Money Association » « La ligue pour la monnaie stable ». Depuis l'origine de la crise, elle avait intensifié sa propagande, tant auprès du public que des autorités ; par l'intermédiaire du « Brain's trust », le conseil intime du Président, elle eut une influence décisive sur sa politique monétaire.

CHAPITRE II

Les mesures bancaires d'urgence

Le moratoire bancaire

Le samedi 4 mars 1933, à une heure et six minutes de l'après-midi, Franklin Delano Roosevelt prêtait serment en qualité de trente-deuxième Président de la République des Etats-Unis. Jamais encore un Président n'avait pris possession de ses fonctions à un moment aussi difficile. Le monde entier avait les yeux fixés sur lui. Il lui fallait agir vite et bien.

Malgré la gravité de la situation immédiate, son discours d'inauguration (1) est empreint d'une grande sérénité. Il y parle plus de la politique générale du pays que des nécessités pourtant urgentes du moment. Il stigmatise les partisans de la dévaluation monétaire, « condamnés, dit-il, par l'opinion publique, repoussés par les cœurs et les esprits des hommes » (Peut-être aurait-il mieux valu qu'il employât à ce moment des expressions plus modérées). Quelques mots seulement en ce qui concerne les banques, « il faut, dit-il, une surveillance étroite de la banque, du crédit et des investissements ; il ne faut plus que l'on spéculé avec l'argent des autres et il faut conserver une monnaie adéquate, mais saine ». Ces deux qua-

(1) V. *Financial chronicle* du 11 mars 1933, p. 1.658.

lificatifs reviendront souvent dans ses discours, mais ils auront alors une portée bien différente.

Par un heureux hasard, le 4 mars 1933 était un samedi et le président disposait de trente-six heures de répit avant d'agir. Dès le dimanche, pourtant, il prit la seule décision possible : Par une déclaration datée du 6 mars à une heure du matin et en s'appuyant sur une loi de circonstance votée en 1917 et jamais abolie, le « Trading with the enemy Act », il proclama un moratoire bancaire général de quatre jours, prorogé le jeudi suivant 9 mars pour une période de temps indéterminée et convoqua le Congrès pour le 9 mars.

Le moratoire bancaire entraînait la fermeture immédiate de toutes les banques ou entreprises assimilées et l'interdiction de toutes transactions financières. La vie économique du pays était théoriquement paralysée pour une semaine. En fait, l'arrêt ne fut pas absolu, le public qui thésaurisait depuis plusieurs semaines avait entre les mains des sommes importantes de numéraire ; et le gouvernement fédéral édicta immédiatement des mesures destinées à répondre aux exigences quotidiennes de la vie. L'échange de coupures de différentes dénominations, l'accès aux coffres-forts privés, le paiement des chèques émanant du Trésor, les opérations courantes concernant les expéditions de nourriture et de denrées périssables, le retrait des titres en dépôt, les souscriptions et le remboursement d'obligations du gouvernement fédéral, restaient autorisées. Dès le mardi, les banques purent payer les sommes indispensables à la population pour se procurer des vivres, des médicaments ainsi que pour régler les salaires des ouvriers. On leur permit aussi d'accepter de nouveaux dépôts remboursables à vue logés dans des comptes spéciaux ; les sommes versées devaient être exclusivement conservées en espèces, déposées dans les Federal Reserve Banks ou employées

en obligations fédérales. Les Federal Reserve Banks s'engagèrent également à ouvrir à toutes les banques, adhérentes ou non, qui leur feraient de tels versements des comptes spéciaux et leur vinrent en aide dans l'exercice des fonctions restreintes qui leur restaient permises.

Naturellement la délivrance, l'exportation, la mise sous dossier de lingots, pièces ou certificats d'or étaient interdits. Par contre, on prévint l'émission, comme cela avait été fait en 1907, de certificats des Chambres de compensation, destinés à remplacer provisoirement les billets de banque. On n'eut pas à en faire usage.

Pendant la durée du moratoire, des inspecteurs fédéraux pour les banques adhérentes, des inspecteurs d'Etat pour les banques non adhérentes, se rendirent dans chacune des 13.000 banques des Etats-Unis, examinèrent la liquidité de leur situation et adressèrent leurs rapports suivant les cas, soit à Washington, soit à la capitale de l'Etat.

L'Emergency Banking Act

Le Président, entouré de ses conseillers et des membres du Federal Reserve Board, préparait un projet de loi lui conférant des pouvoirs étendus et lui permettant d'envisager la réouverture prochaine des banques : ce fut l'Emergency Banking Act. Elaboré en trois jours, déposé sur le bureau du Congrès le jeudi 9 mars à midi, il fut voté le même jour par le Sénat et la Chambre des Représentants et promulgué par le Président à 8 heures et demie du soir. Il donnait au pouvoir exécutif un droit de contrôle, provisoire mais absolu, sur toutes les banques du pays, droit qui devait lui permettre de rouvrir promptement les établissements sains, de réorganiser les autres,

Cette loi, si rapidement votée, n'est qu'une mesure de circonstance. Tout homme énergique et résolu dans des circonstances identiques eût sans doute agi de la même façon ; et pourtant on voit déjà poindre le programme du nouveau Président : « La loi, dit-il, en la présentant au Congrès, ne dissipera pas seulement les doutes qui peuvent peser sur les banques qui sont 100 % saines, mais elle marquera aussi l'origine de rapports nouveaux entre les banques et la population de notre pays. » Il a voulu avant tout éviter la panique capable de renverser les organisations bancaires les plus solides. Mais à côté de cela, le fait qu'il ait englobé dans un même texte toutes les banques, adhérentes ou non au Federal Reserve System, prouve qu'il avait des visées plus lointaines. Il voulait, tout en évitant de froisser les susceptibilités des autorités locales, s'efforcer d'élever la question bancaire du stade régional où elle restait en partie confinée, au stade fédéral. Si, comme il le montra nettement par la suite, il désirait diriger l'économie nationale en contrôlant le volume du crédit que les banques mettent à sa disposition, la première précaution à prendre était d'uniformiser le régime bancaire. En fait, il se heurta très vite au particularisme des Etats et à l'indépendance de Wall Street, mais depuis le premier jour de son arrivée au pouvoir ses efforts tendirent, tantôt directement, tantôt par des voies détournées, à mettre toutes les banques quelles qu'elles fussent sous la dépendance immédiate des autorités fédérales.

La réouverture des banques

Le texte de l'Emergency Banking Act ne contient aucune mesure de réorganisation proprement dite, il se contente de proclamer qu'il existe une situation exceptionnelle, et que,

tant que cette situation durera, les banques adhérentes ne pourront reprendre leurs opérations qu'après avoir obtenu une licence du Secrétaire du Trésor ; les banques non adhérentes devront, pour rouvrir leurs portes, obtenir une licence similaire du Contrôleur des banques de leur Etat. Les différentes autorités pourront, par décret, leur permettre de reprendre leurs opérations, soit pleinement, soit sous certaines restrictions.

Les rapports des inspecteurs parvenus à Washington permirent de classer toutes les banques du pays en deux catégories : d'une part, celles dont la situation paraissait assez solide pour mériter immédiatement une licence totale ; d'autre part, celles dont la situation exigeait un examen plus approfondi et dont la réouverture fut reportée à une date ultérieure.

Le lundi 13 mars, une semaine après la proclamation du moratoire national, les Federal Reserve Banks et celles des banques établies dans une des douze villes de réserve fédérale rouvrirent leurs portes.

Le mardi 14 mars, ce fut le tour des banques établies dans une des 250 grandes villes où fonctionnait une chambre de compensation reconnue.

Le mercredi 15 mars, les banques des petites villes et des campagnes titulaires d'une licence totale purent, elles aussi, reprendre leurs opérations.

Ce retour graduel à l'activité normale avait donné un peu plus de temps aux inspecteurs pour établir leurs rapports ; il permettait aux banques qui voudraient en faire usage de demander aux Federal Reserve Banks des avances nouvelles basées sur les dispositions de l'Emergency Banking Act que l'on verra ci-dessus ; enfin, il permettait d'acheminer vers les différentes villes le numéraire qu'il était indispensable de tenir à la disposition du public au cas où celui-ci manifesterait

encore quelques craintes et voudrait continuer à retirer son argent. En fait, ces demandes ne se produisirent pas et le total de la monnaie en circulation qui avait atteint un maximum de 7 milliards 538 millions de dollars le 8 mars revenait à 7 milliards 269 millions le 15 mars, pour continuer ensuite à décliner rapidement.

Le péril était conjuré ! Le Président Roosevelt avait fait appel au patriotisme et au courage de ses concitoyens. Ils lui répondirent avec enthousiasme, en accordant leur confiance aux banques dont il avait autorisé la réouverture. La première bataille était gagnée, mais à quel prix !

Sur les 18.000 banques existantes aux Etats-Unis le 4 mars 1933, 12.800 fonctionnaient encore le 29 mars sans restriction. Elles comprenaient :

4.766 National Banks ;
621 State Banks adhérentes ;
et 7.400 State Banks non adhérentes.

Les 5.207 banques non réouvertes étaient composées de :

1.141 National Banks ;
166 State Banks adhérentes ;
3.900 State Banks non adhérentes.

Naturellement, le déchet était beaucoup moindre parmi les banques adhérentes (19 %) que parmi les banques non adhérentes (34 %). Par la suite, le gouvernement fédéral prit quelques mesures complémentaires pour permettre un retour plus rapide à l'activité des banques fermées ; il en sera question plus bas.

Le Bank Conservation Act

Les pouvoirs exceptionnels qui avaient permis au Président Roosevelt d'arrêter rapidement la panique ne lui étaient confé-

rés qu'après la proclamation officielle d'un « état de crise » : comme la catastrophe récente avait eu son origine directe dans la trop grande fréquence des faillites bancaires, il importait de créer un remède permanent contre un danger aussi menaçant. C'est l'objet du titre II de l'Emergency Banking Act auquel on donne le nom particulier de « Bank Conservation Act ». Cette disposition instaure pour les National Banks en difficulté un régime intermédiaire entre la liberté complète et la faillite ou « receivership ». Toutes les fois que le Contrôleur de la circulation estime que les intérêts des déposants et créanciers d'une National Bank sont menacés, il peut nommer un Conservateur qui en prendra la direction. Son rôle sera, à quelques notables différences près, celui d'un liquidateur : tous ses actes resteront subordonnés à l'autorisation du Contrôleur de la circulation. Si un examen plus approfondi de la situation ou un changement inattendu dans les événements lui permet de conclure que le public ne court plus de risques, il pourra remettre la direction de la banque entre les mains de ses anciens administrateurs. Il aura à tout moment la faculté d'autoriser les déposants à retirer un pourcentage fixé de leur compte, mais en conservant une provision suffisante pour que tous puissent bénéficier du même avantage. Il aura le droit de recevoir de nouveaux dépôts, payables à vue qui ne se mélangeront pas avec les éléments de l'actif existant antérieurement et seront exclusivement conservés en espèces, en compte à la Federal Reserve Bank ou en obligations fédérales. Au cas où les déposants ou créanciers ne pourraient être intégralement remboursés, il pourra entreprendre la réorganisation de la banque existante avec l'accord, suivant les lois en vigueur, soit des créanciers représentant 75 % du passif, soit des actionnaires représentant les 2/3 du capital, soit de ces deux éléments réunis. Les créanciers et actionnaires de la mino-

rité ne pourront s'opposer à l'adoption de cette solution après qu'elle aura reçu l'approbation du Contrôleur de la circulation. Le conservateur transfèrera alors aux nouveaux administrateurs la direction de la banque, en avisera les déposants, et quinze jours après la transmission des pouvoirs tous les dépôts antérieurs ou postérieurs à la nomination du conservateur ne feront qu'une seule masse et seront fondus dans l'actif de la banque réorganisée. Cette méthode, plus souple que la mise en « receivership » pure et simple, a le double avantage d'assurer une protection plus efficace des intérêts des déposants et d'éviter qu'une ville qui n'a qu'une seule banque soit soudain privée de toute organisation bancaire.

En application du Bank Conservation Act, dès le 13 mars, le Contrôleur de la circulation nommait des conservateurs pour la First National Bank of Detroit et la Guardian National Bank of Commerce of Detroit qui avaient été la cause occasionnelle de la crise.

Assouplissement du Federal Reserve Act

On a vu que, dans les quelques jours qui ont précédé le moratoire bancaire, les banques avaient largement fait usage des facilités que pouvait leur offrir le Federal Reserve System. Ce secours pourtant c'était avéré insuffisant parce que le total des effets éligibles qu'elles pouvaient remettre à l'escompte était trop limité ; durant la période du 21 février au 8 mars 1933, c'est-à-dire au moment où les banques avaient le plus besoin des instituts d'émission, le portefeuille d'effets achetés et escomptés des Federal Reserve Banks a passé de 501 millions à 1.831 millions, soit 1.330 millions d'augmentation ; ce chiffre est considérable en soi, mais il reste faible quand on le compare soit à l'augmentation de la circulation monétaire

(1.550 millions de dollars), soit aux retraits de fonds que, malgré l'incertitude des chiffres publiés, on peut estimer entre deux à trois milliards (1). L'Emergency Banking Act reprend en les élargissant les dispositions de l'article 2 du Glass Steagall Act. Il supprime les questions de majorité exceptionnelle au Federal Reserve Board, et de capital minimum pour les banques emprunteuses. Toutes les banques adhérentes pourront, en remettant des garanties sérieuses et de préférence des obligations fédérales, se faire faire des avances à un taux supérieur de 1 % au taux officiel d'escompte. Cette disposition reste néanmoins une disposition exceptionnelle et elle a expiré automatiquement le 4 mars 1934.

L'Emergency Banking Act étend également les dispositions de l'Emergency Relief & Construction Act de 1932 qui autorisait les Federal Reserve Banks à faire directement de l'escompte aux industriels et aux commerçants. Il va beaucoup plus loin, et, à l'instar des instituts d'émission européens, autorise les Federal Reserve Banks à faire au public des avances garanties par des obligations fédérales, à des taux qui seront fixés à tout moment. Il en résulte même cette conséquence surprenante que, tandis que l'autorisation de faire de l'escompte direct est subordonnée à des conditions précises,

(1) Le Federal Reserve Board s'est naturellement abstenu de publier le chiffre exact des retraits durant la période en question. Il a même, à ce moment, changé la présentation de ses statistiques, ce qui a pour résultat d'embrouiller encore la question. Cependant, on sait que le 22 février, un certain nombre de banques, dans 90 des principales villes, avaient 15.159 millions de dollars de dépôts ; le 8 mars, elles n'en avaient plus que 13.520, soit 1.639 millions de perte. Ces dépôts représentaient à ce moment, les $\frac{3}{5}$ du total des dépôts bancaires, et c'était la partie la moins menacée, parce que les banques des villes étaient moins touchées que celles des campagnes ; il n'est donc pas exagéré d'estimer entre 2 et 3 milliards le total des retraits durant la période ci-dessus,

circonstances graves et majorité spéciale du Federal Reserve Board, les avances directes ne dépendent que du bon vouloir de ce dernier.

*Souscription d'actions de préférence
par la Reconstruction Finance Corporation*

Pour les banques non autorisées à reprendre leurs opérations, le Président ne s'est pas contenté de leur éviter le « receivership » en leur donnant des « Conservateurs », mais il a encore voulu les mettre à même d'augmenter leurs fonds de roulement, et par conséquent de consolider leurs assises. A cet effet, l'Emergency Banking Act introduit une importante innovation dans la composition du capital des National Banks : jusqu'alors, tous les actionnaires étaient sur un pied de stricte égalité et étaient engagés non seulement pour le montant de leurs actions, mais en plus, en cas de défaillance, pour un montant égal à une fois leur valeur nominale. Désormais les National Banks pourront, avec l'accord de la majorité des actionnaires, émettre des actions privilégiées, exemptes de cette double responsabilité, rapportant un intérêt cumulatif de 6 % l'an et ayant la priorité sur les actions ordinaires tant pour la distribution de dividendes que pour la répartition de l'actif en cas de liquidation. Le Président a incité les différents Etats à modifier leur législation dans le même sens.

L'Emergency Banking Act autorise la Reconstruction Finance Corporation à souscrire des actions privilégiées de National Banks ou de State Banks, ou à financer leur achat par des particuliers en consentant des avances sur ces titres. Ces souscriptions devaient permettre à certaines banques dont la liquidité insuffisante n'avait pas permis la réouverture, de procéder à leur réorganisation et à reprendre leurs opérations. Sous

prétexte de venir en aide aux collectivités locales, l'Emergency Banking Act créait pour le pouvoir central une nouvelle occasion d'étendre son contrôle à l'ensemble de l'organisation bancaire.

Du mois de mars au mois de novembre 1933, la Reconstruction Finance Corporation finança l'émission de 110 millions de dollars d'actions privilégiées de banques adhérentes. Par la suite, sur l'instigation personnelle du Président, elle s'engagea encore plus avant dans cette voie. De nombreuses banques, surtout dans les campagnes et les petites villes, n'avaient encore pu rouvrir leurs guichets. De nombreux dépôts se trouvaient gelés et le gouvernement était plus anxieux que jamais de distribuer des crédits dans le pays pour réveiller l'économie nationale. « Je le répète, dit M. Roosevelt dans sa lettre du 23 octobre au président de la Reconstruction Finance Corporation, les banques sont indispensables à la reprise des affaires. Une banque ne peut travailler librement et avec confiance que si elle a un capital suffisant pour le volume d'affaires qu'elle devrait faire et qu'elle fera lorsque les affaires reprendront. Nous avons besoin des banques et nous voulons qu'elles aient un capital approprié » (1).

Le Gouvernement fédéral avait à ce moment une excellente occasion de se rendre compte de l'ensemble de la situation bancaire à l'intérieur comme à l'extérieur du Federal Reserve System. Le 1^{er} janvier suivant, en effet, devait entrer en vigueur l'assurance provisoire des dépôts bancaires, dont il sera question plus loin. Une vaste campagne avait été entreprise pour que toutes les banques adhérentes ou non s'y inscrivent, et presque toutes avaient répondu ; les banques non adhérentes, pour être admises, devaient consentir à se laisser

(1) *Fed. Res. Bulletin*, novembre 1933, p. 672.

examiner par des inspecteurs fédéraux ; ceux-ci avaient ainsi eu l'occasion d'étudier la liquidité d'environ huit mille State Banks dont la situation n'avait pas dû apparaître comme très brillante. Le Président créa alors dans la Reconstruction Finance Corporation, une section spéciale sous la présidence de M. Harvey Couch pour s'occuper de cette question du renforcement des assises des banques non adhérentes : douze inspecteurs se rendirent immédiatement (le 29 octobre 1933) dans les douze villes de Réserve Fédérale et, d'accord avec les autorités locales, étudièrent sur place les demandes d'admission au fonds provisoire d'assurance et la souscription d'actions privilégiées par la Reconstruction Finance Corporation.

Lorsque les lois particulières de l'Etat ne permettaient pas aux State Banks d'émettre des actions exemptes de la double responsabilité, la Reconstruction Finance Corporation souscrivit des « obligations de capital » ne différant guère que par leur nom des actions privilégiées.

Ainsi qu'on le verra plus loin, cette campagne eut un résultat immédiat qui permit d'inclure dans le fonds provisoire d'assurance des dépôts, presque toutes les banques des Etats-Unis. La Reconstruction Finance Corporation poursuivit à un rythme régulier ses achats d'actions privilégiées et d'obligations de capital ; le 30 juin 1934, elle en avait acquis pour huit cent millions de dollars provenant de 6.300 banques ; elle se disposait à en acquérir encore pour 250 millions de dollars. La plus grande partie de ces sommes sont allées grossir non le capital des petites banques de campagne qui étaient généralement trop malades pour pouvoir être secourues, mais celui des banques des villes de grande et de moyenne importance.

Dans l'esprit du Président, la Reconstruction Finance Corporation ne doit conserver ces titres que tant que durera la crise économique. Son rôle doit rester essentiellement provi-

soire ; le jour où elle estimera que le public pourra sans danger absorber ces actions privilégiées, elle devra les remettre à la disposition des acheteurs, et notamment des habitants des villes où ces banques ont leur siège. A la fin de l'année 1934, cette phase de liquidation n'a pas encore commencé.

La liquidation de la crise

L'augmentation du capital des banques par la méthode qui vient d'être exposée, pouvait rendre des services aux banques existantes fonctionnant normalement ; mais il restait encore, depuis le mois de mars, un grand nombre d'établissements qui n'avaient pas rouvert leurs portes.

Le 1^{er} mars fonctionnaient 18.000 banques, dont :

6.694 banques adhérentes
11.300 banques non adhérentes.

Le 29 mars fonctionnaient 12.800 banques, dont :

5.387 banques adhérentes
7.400 banques non adhérentes.

Le 25 octobre fonctionnaient 14.163 banques, dont :

5.818 banques adhérentes.
8.345 banques non adhérentes.

La rythme de réouverture avait été infiniment moins rapide qu'on aurait pu l'espérer ; à la fin du mois de septembre on estimait qu'il y avait environ 1 milliard 750 millions de dollars d'immobilisés dans des banques fermées. C'est autant d'argent qui ne circulait pas dans le pays : aussi, le 15 octobre 1933, le Président Roosevelt annonçait-il son intention d'établir, à l'intérieur de la Reconstruction Finance Corporation une division spéciale, le Deposit Liquidation Board, dont le but exclusif serait de faire des avances aux liquidateurs de banques fermées en vue de leur permettre de rembourser le

plus rapidement possible les déposants ; ces avances ne dépasseront pas, en principe, 50 % du montant des dépôts, et, en aucun cas, la valeur nette hypothécable de l'actif ; autrement dit, elles serviront à hâter le remboursement des déposants sur la base d'actifs existants et d'une valeur indiscutable ; elles ne devront, en aucun cas, se traduire par une perte pour la Reconstruction Finance Corporation. Le double avantage de cette façon de procéder était, d'une part, de remettre en circulation des sommes que l'on estimait à environ 1 milliard de dollars ; d'autre part, de permettre une liquidation plus rationnelle des banques destinées à disparaître en évitant des réalisations forcées à des prix dérisoires. Des comités furent constitués dans chaque ville, comprenant des banquiers, des commerçants et des agriculteurs pour faire l'estimation de l'actif des banques fermées. Ils remirent leur rapport soit aux autorités locales, soit au gouverneur de la Federal Reserve Bank pour être transmis à la Reconstruction Finance Corporation qui fixa le montant des avances à consentir aux liquidateurs des banques.

Bien qu'il n'ait eu à proprement parler aucun caractère d'urgence, nous avons classé l'achat d'actions privilégiées par la Reconstruction Finance Corporation et l'organisation du Deposit Liquidation Board parmi les mesures bancaires urgentes, parce qu'elles sont véritablement la prolongation et le développement de l'Emergency Banking Act. Légalement, la situation exceptionnelle a pris fin le 30 décembre 1933, le jour où le Président Roosevelt a proclamé qu'il renonçait, en ce qui concerne les banques non adhérentes au Federal Reserve System, aux pouvoirs exceptionnels qu'il s'était attribués par ses proclamations des 9 et 10 mars 1933 (prolongation indéterminée du moratoire). De ce jour, les autorités locales ont repris leur pouvoir et leurs responsabilités.

Dans l'ensemble, les banques, avec l'aide des autorités fédérales, ont continué à améliorer progressivement leur situation. Le 26. septembre 1934, il existait aux Etats-Unis :

15.154 banques ouvertes dont :

6.424 banques adhérentes

8.730 banques non adhérentes.

Et 366 banques fermées dont :

50 banques adhérentes

311 banques non adhérentes.

La crise du mois de mars avait donc eu pour effet d'augmenter le nombre des banques adhérentes aux dépens des banques non adhérentes tout en ramenant le total général de 18.000 à 15.500 environ. A ne considérer que ce résultat, elle avait eu une action bienfaisante.

Les 366 banques fermées détenaient un peu plus de deux cent millions de dollars, soit environ 0,6 % du total des dépôts dans toutes les banques des Etats-Unis. On pouvait raisonnablement considérer la crise bancaire comme terminée.

CHAPITRE III

Le Banking Act de 1933. — Caractères généraux

Les mesures bancaires urgentes prises par le Président Roosevelt au mois de mars 1933, la proclamation du Bank Holiday, et le vote rapide de l'Emergency Banking Act, n'avaient pour but que de parer au plus pressé : empêcher une faillite générale des banques, et nous avons vu qu'elles avaient donné le résultat qu'on en attendait.

L'ensemble du système bancaire avait néanmoins frôlé de trop près la catastrophe pour que les esprits, même les plus ignorants, ne se soient pas rendu compte de ses imperfections. Celles-ci, nous l'avons vu précédemment, consistaient surtout dans la trop grande dissémination des banques, leurs trop fortes immobilisations, la confusion des banques de dépôts et des banques d'affaires, la dualité du Système des National Banks et des State Banks, le manque de sécurité pour les déposants.

Ces critiques, de nombreux auteurs tels que Burguess, Goldenweiser, Parker Willis, Warburg, et le Federal Reserve Board lui-même, les avaient signalées depuis longtemps.

Mais tous les projets de réforme, et notamment une proposition de loi déposée sur le bureau du Sénat le 17 mars 1932 par le sénateur Glass, s'étaient heurtés à l'indifférence des foules urbaines et à l'égoïsme maladroit des populations campa-

gnardes. Le petit banquier local, anxieux de ne mécontenter aucun de ses voisins, est en effet beaucoup plus libéral que le directeur d'une succursale d'un vaste établissement soumis à des règles étroites et tenu de veiller à la stricte limitation des engagements.

L'occasion était unique pour faire accepter une réforme profonde de l'organisation bancaire. Le secrétaire du Trésor élaborait un projet qui s'inspirait en grande partie de celui du sénateur Carter Glass. Ce fut d'ailleurs celui-ci qui le défendit au Sénat, et M. Steagall à la Chambre des Représentants. On lui donne parfois à tort le nom de Glass Steagall Act de 1933, ce qui risque de créer des confusions avec le Glass Steagall Act de 1932 que nous avons analysé précédemment et qui a un objet tout différent. Son véritable nom est « Banking Act of 1933 », et c'est sous ce titre que nous le désignerons.

Adopté dans l'enthousiasme comme toutes les premières mesures de l'administration démocrate, il fut promulgué par le Président Roosevelt le 16 juin 1933. Comparé au Federal Reserve Act issu de la crise de 1907 et promulgué seulement en 1913, il fut très rapidement préparé, peut-être même un peu hâtivement. Il porte comme sous-titre : « *Un acte destiné à garantir un usage plus sûr et plus efficace des ressources des banques, à contrôler les opérations entre banques, à éviter l'emploi abusif des disponibilités à des opérations spéculatives et à toutes autres fins.* » En fait, il se présente comme une suite touffue de trente-quatre articles, sans lien les uns avec les autres, procédant par modification de tel ou tel article, soit du Federal Reserve Act, soit du National Bank Act. Beaucoup de prescriptions s'y trouvent notamment répétées deux fois, une première pour les National Banks, une seconde pour les State Banks adhérentes au Système de Réserve Fédérale ; les dispositions sont analogues, mais l'exécution en est confiée, pour les

premières au Contrôleur de la Circulation, pour les secondes aux Federal Reserve Banks et au Federal Reserve Board. Afin d'éviter dans la suite de ce chapitre des répétitions trop nombreuses, nous n'avons parlé qu'une seule fois de chacune des réformes et avons englobé sous le terme plus général « d'autorités fédérales », ces deux organismes de contrôle mentionnés ci-dessus.

Les réformes tendent, par des moyens divers souvent discutables, à corriger les défauts que l'on reprochait communément au Federal Reserve System et que la crise avait fait apparaître. Elles ont, à bien des égards, transformé l'activité habituelle des banques américaines. Pour en faciliter l'étude, nous les grouperons en cinq chapitres :

A — Extension du Federal Reserve System ;

B — Contrôles imposés des member banks dans leur activité propre ;

C — Contrôle des organismes étrangers au Federal Reserve System ;

D — Limitation des intérêts et augmentation des garanties fournis aux déposants ;

E — Mesures secondaires concernant l'organisation intérieure du Federal Reserve System.

CHAPITRE IV

Le Banking Act: Extension du Federal Reserve System

En 1932, 1.456 banques représentant 715 millions de dollars de dépôts ont été obligées de suspendre leurs paiements aux Etats-Unis. Sur ce total :

331	banques	représentant	269 millions de dollars	étaient
			des member banks ;	
1.125	—	—	446 millions de dollars	n'étaient
			pas des member banks.	

Si l'on se rappelle qu'à cette même date, plus de 1/3 des banques représentant 60 % des dépôts faisaient partie du Federal Reserve System, on voit que les défaillances étaient beaucoup plus nombreuses parmi les non-member banks que parmi les member banks.

De plus, parmi les 1.456 banques suspendues en 1932, 1.171 avaient un capital inférieur à 100.000 dollars, et 285 un capital supérieur.

De l'examen de ces faits, le législateur a conclu, à juste titre d'ailleurs, qu'il fallait, d'une part, faire entrer le plus grand nombre possible de banques dans le Federal Reserve System, d'autre part favoriser ces grands établissements aux dépens des petits.

Par conséquent, le Banking Act de 1933 aura pour but de :

- 1° Faciliter les conditions d'admission dans le Système ;
- 2° Inciter les banques existantes à augmenter le nombre de leurs succursales.

*Modification des conditions d'admission
dans le Federal Reserve System*

Les Morris Plan Banks ne pouvaient auparavant faire partie du Federal Reserve System. L'art. 5 du Banking Act prévoit qu'elles pourront désormais y être admises dans les mêmes conditions que les State Banks.

Les Banques mutuelles d'épargne (Mutuel Saving Banks), n'ayant pas de capital nominal, ne pouvaient pas non plus adhérer au système. Elles y seront désormais autorisées à condition d'avoir des réserves ou des bénéfices accumulés au moins égaux au capital qu'il faudrait à une National Bank pour s'installer dans la même ville. Elles devront, lors de leur admission, souscrire des actions de la Federal Reserve Bank pour un montant égal à 6 % du total de leurs dépôts. Le montant de cette souscription sera ajusté tous les six mois avec le chiffre des dépôts à ce moment. Au cas où la législation sous laquelle les banques fonctionnent ne les autoriserait pas à acquérir d'actions d'une autre banque, elles constitueront auprès des Federal Reserve Banks un dépôt égal au montant fictif de leur souscription et recevront des intérêts dans les mêmes conditions que les autres banques actionnaires.

Les intentions du Gouvernement sont, à la fois, d'étendre et de fortifier la zone d'action du système. En même temps donc qu'il multiplie les catégories de banques admissibles, il rend les conditions d'admission plus sévères.

Désormais, aucune National Bank ne pourra être créée si elle n'a au moins un capital de :

\$	50.000	dans les villes de moins de	6.000	habitants
\$	100.000	— — —	plus de	6.000 —
\$	200.000	— — —	—	50.000 —

(Dans ces dernières villes, une National Bank peut éventuellement obtenir du Contrôleur de la monnaie, l'autorisation de se fonder avec un capital de 100.000 dollars seulement si les State Banks ont cette faculté).

Jusqu'au 16 juin 1933, les capitaux minima n'étaient que de :

\$	25.000	dans les villes de moins de	3.000	habitants
\$	50.000	— — —	6.000	—
\$	100.000	— — —	50.000	—
\$	200.000	— — —	plus de	50.000 —

Les State Banks adhérentes devront satisfaire aux mêmes conditions que les National Banks, alors qu'auparavant, il leur suffisait d'avoir un capital égal à 60 % de celui qu'il aurait fallu à une National Bank. Néanmoins, deux catégories de State Banks bénéficieront de conditions d'admission de faveur :

1° celles qui, antérieurement au 16 juin 1933, étaient installées dans une ville de moins de 3.000 habitants et avaient un capital minimum de 25.000 dollars ;

2° celles qui, installées dans des villes de moins de 3.000 habitants, avaient un capital inférieur à 25.000 dollars, mais le porteraient à ce montant afin de bénéficier de la garantie des dépôts bancaires.

*Autorisation aux banques existantes
de créer des succursales plus nombreuses*

Le droit, pour les banques, d'établir à l'intérieur du pays des succursales, est, au point de vue légal, une question qui est restée en dehors du Federal Reserve System.

Par conséquent, les State Banks et les autres organismes bancaires (Banques mutuelles d'épargne, Associations mutuelles de constructions et de prêts, banquiers privés, courtiers des bourses) restaient et restent encore soumis aux lois de l'Etat dans lequel ils sont établis. Ces lois sont éminemment variables, mais, à l'exception des neuf Etats suivants : Arizona, California, Delaware, Maryland, North Carolina, Rhode-Island, South Carolina, Vermont et Virginia, elles interdisent l'établissement de succursales en dehors de la ville ou du comté où se trouve le siège principal. On retrouve ici la crainte traditionnelle des Américains de voir s'installer des trusts trop puissants qui arriveraient à se constituer des monopoles de fait.

Les autorités fédérales n'avaient pas le pouvoir de modifier les lois d'Etat concernant cette question. Le Banking Act de 1933 n'y touche pas. Il se contente d'énoncer (Sect. 5, § b) que rien dans le Federal Reserve Act n'empêchera les « State Banks » d'établir, soit à l'intérieur des Etats-Unis, soit à l'étranger, des succursales exactement dans les mêmes conditions que les National Banks.

Quant aux National Banks, leur statut dépend du gouvernement fédéral. En vertu du National Bank Act et des lois subséquentes, leurs droits sont aussi, et souvent plus limités que ceux des State Banks.

En dehors de celles qu'elles avaient antérieurement à l'entrée en vigueur du National Bank Act, les National Banks ne

pouvaient établir de succursales que dans la cité, ville ou village (et pas même dans le comté ou l'Etat) où elles avaient leur siège principal. Encore le nombre en était-il strictement limité par rapport à la population de la dite ville, et leur établissement restait-il, de plus, subordonné à la condition qu'en vertu des lois de l'Etat, les State Banks aient les mêmes droits.

Les modifications apportées par le Banking Act, tout comme celles qui concernaient les admissions dans le système, ont eu pour résultat d'élargir les bases du système, tout en en augmentant la rigueur ; elles ont accru le nombre des succursales autorisées, mais soumis leur ouverture à des conditions plus sévères.

Désormais, les National Banks auront le droit d'établir des bureaux dans tout point de l'Etat où elles ont leur siège principal, à condition que les lois de l'Etat confèrent expressément les mêmes droits aux State Banks.

Par contre, le droit d'établir des succursales dans la ville même du siège est subordonné à la condition d'avoir un capital minimum de 100.000 dollars ou 250.000 dollars, selon l'importance de l'Etat. Le droit d'établir des succursales dans tout l'Etat est subordonné à la condition d'avoir un capital minimum de 500.000 dollars. Enfin, le capital de la National Bank devra toujours être au moins égal à la somme des capitaux minima qui seraient nécessaires si chaque succursale était une National Bank distincte.

De même, les fusions, soit de State Banks et de National Banks, soit de National Banks entre elles, qui n'étaient possible que lorsque les deux établissements étaient dans la même ville, deviennent désormais réalisables à condition que les lois de l'Etat ne s'y opposent pas entre banques du même Etat (Section 24).

Ces réformes, si elles répondent aux intentions de leurs auteurs, devraient avoir pour résultat de favoriser les banques les plus importantes aux dépens des plus petites ; elles paraissent pourtant encore bien timides et bien respectueuses du particularisme des Etats.

Le gouvernement de Washington, conformément à l'esprit de la Constitution américaine, n'a pas osé proclamer qu'une même banque pouvait avoir des succursales ou agences dans toutes les villes de l'Union. Il n'a même pas voulu faire sienne la proposition Glass, de mai 1932, autorisant, en dépit des lois locales et d'une façon générale, l'établissement de succursales à l'intérieur des Etats. Il n'a pas non plus voulu qu'une banque nationale se trouvât, dans des circonstances analogues, plus favorisée qu'une State Bank. Les réformes réalisées n'ont donc qu'une portée restreinte.

Les précautions prises par les diverses législations américaines pour empêcher la constitution de grands trusts bancaires, ont été, en fait, assez inopérantes. L'enquête sénatoriale a montré que le marché financier était pratiquement concentré à New York, entre quelques mains très peu nombreuses comprenant des National Banks comme la National City Bank et la Chase National Bank, des State Banks comme la Guaranty Trust et la Bankers Trust, et surtout de puissants banquiers privés comme J. P. Morgan ou Kuhn Loeb. Sans être en nom, partout on les retrouvait en fait. Par leur réseau de correspondants et d'alliés, ils disposaient d'une puissance de placement qui les rendait maîtres de la majeure partie de l'épargne nationale. Par le prestige de leur réputation, ils étaient les maîtres de la bourse. C'est la National City Bank qui avait évité une crise monétaire en mars 1929. C'est J. P. Morgan qui avait arrêté la débâcle boursière en octobre 1929.

Le système existant n'empêchait en rien une oligarchie de

fait, et privait les déposants de la garantie qu'ils trouvaient dans quelques établissements de crédit plus vastes, et forcément plus solides. Le Banking Act s'est engagé dans une voie où il reste encore beaucoup à faire.

CHAPITRE V

Le Banking Act : Contrôle des Member Banks

Causes et buts du contrôle

Nous avons vu plus haut que le Federal Reserve System, non seulement limitait le nombre des banques appelées à bénéficier des avantages inhérents au système, mais prétendait également exercer un contrôle continu sur les opérations que traitaient les banques adhérentes. Ce contrôle avait essentiellement pour but de préserver d'un emploi frauduleux ou dangereux l'argent des déposants. Il était dans la logique d'un système où les faillites bancaires ont toujours été redoutées du public ; il était également dans la tradition américaine, puisque le National Bank Act avait déjà mis les National Banks sous le contrôle au moins partiel du Contrôleur de la Circulation.

Les mesures existantes se sont montrées insuffisantes puisqu'elles n'ont pu empêcher, ni les nombreuses faillites de 1929 à 1933, ni la crise de février-mars 1933. Le Banking Act a donc tout naturellement étendu les pouvoirs de contrôle du Federal Reserve Board, non seulement en précisant les précautions à prendre, mais également en élargissant considérablement ses propres pouvoirs d'appréciation. En vertu du Federal Reserve Act, tel qu'il était en vigueur jusqu'en juin 1933, le Conseil d'administration de chaque Federal Reserve Bank « gérât les

affaires de la banque honnêtement et impartialement, sans discrimination ni pour, ni contre une banque quelconque, et *accordait*, conformément aux prescriptions de la loi et aux instructions du Federal Reserve Board, à chaque banque adhérente, les réescomptes, avances et facilités qui pouvaient être consentis en tenant compte des requêtes et demandes des autres banques adhérentes ».

En vertu du Banking Act de 1933, les pouvoirs du Conseil d'administration de chaque Federal Reserve Bank sont modifiés comme suit : « Il gère les affaires de la banque honnêtement et impartialement, sans discrimination ni pour, ni contre une banque quelconque, et *peut accorder*, conformément aux prescriptions de la loi et aux instructions du Federal Reserve Board, à chaque banque adhérente, les escomptes, avances et facilités qui peuvent être consentis en tenant compte des requêtes et demandes des autres banques adhérentes, *de la nécessité de conserver de saines conditions de crédit et des besoins du commerce, de l'industrie et de l'agriculture...* Chaque Federal Reserve Bank se tiendra au courant du caractère général et du montant des prêts et placements de ses banques adhérentes, pour s'assurer qu'il n'est pas fait un usage abusif du crédit bancaire, en vue de reports ou achats spéculatifs de titres, terrains ou marchandises, ou pour tout autre motif incompatible avec le maintien de saines conditions de crédit ; la Federal Reserve Bank tiendra compte de ces considérations pour l'octroi ou le refus d'avances, réescomptes ou autres facilités... » Lorsque, de l'avis du Federal Reserve Board, une banque adhérente fait un usage abusif du crédit bancaire, le board pourra, discrétionnairement, avec un préavis raisonnable et après lui avoir donné l'occasion de se défendre, lui retirer l'usage des facilités de crédit au Federal Reserve System... »

La comparaison de ces deux textes est significative. Alors qu'originellement, le Federal Reserve System n'avait pour but que de défendre les déposants, le Federal Reserve Board se pose désormais en arbitre de la situation économique du pays ! Il prétend, non seulement établir les taux d'intérêt qu'il y a lieu de pratiquer, comme le font la Banque de France ou la Banque d'Angleterre, mais aussi contrôler s'il est fait un bon ou un mauvais usage des crédits bancaires. C'est une prétention dangereuse à bien des points de vue.

Tout d'abord, il est difficile à une banque, et *a fortiori* à un contrôleur de banques, de connaître l'usage réel qu'un client fera des facilités qui lui sont accordées. Il est très possible qu'un commerçant escompte son papier, ce qui est une opération normale, et qu'il emploie les disponibilités ainsi créées à des spéculations boursières ou immobilières.

Plus indirectement, le même commerçant est susceptible d'employer les disponibilités que la banque met à sa disposition à rembourser un créancier qui, lui, utilisera cette somme en spéculations ! Il est même souvent bien difficile de reconnaître une opération commerciale d'une opération spéculative.

Si, par exemple, un meunier achète du blé à terme, il ne sait généralement pas lui-même s'il revendra ce blé avant l'échéance du contrat, ou s'il l'utilisera pour les besoins de son industrie.

D'ailleurs, ces opérations spéculatives que le Federal Reserve Board semble pourchasser comme la cause de toutes les crises, sont plutôt un élément d'apaisement qu'une cause de trouble. L'expérience prouve que les bourses ayant des marchés à terme organisés comme les bourses européennes, ont vu des soubresauts moins violents que la bourse des valeurs de New York qui ne connaît que le comptant.

La vie normale du commerce et de l'industrie comprend inévitablement un élément de spéculation qui, pour être à dénouement plus lent, n'en est pas moins considérable. Comment le splendide essor industriel des Etats-Unis aurait-il été possible sans une confiance illimitée des industriels et des commerçants dans l'accroissement continu des besoins et de la consommation. C'était une spéculation qui aurait paru folle à un esprit rationnel, calculeur et logique, et pourtant, les faits ont démontré l'inanité des raisonnements.

En ce qui concerne la crise de 1929-1933, il semble bien qu'il faille chercher ses causes premières dans la surproduction et le suréquiquement industriel et agricole. C'est une conception que, ni le gouvernement de M. Hoover, ni celui de M. Roosevelt n'ont jamais voulu admettre ; le premier n'a voulu voir qu'un malaise passager ; le second a reconnu que des erreurs avaient été commises, mais il a voulu en faire porter tout le poids à une spéculation toute puissante.

En 1929, le Federal Reserve Board avait déjà essayé d'avoir une politique d'action directe sur les banques adhérentes, pour restreindre les facilités accordées aux brokers sans diminuer les facilités accordées au commerce et à l'industrie. Cette politique n'avait pas obtenu de résultat appréciable. Le Federal Reserve Board ne pouvait agir que par persuasion ; il lui manquait les armes nécessaires pour imposer ses recommandations.

C'est pour cette raison que le Banking Act a entrepris une réglementation vigoureuse des opérations sur titres des banques adhérentes.

Limitation des avances sur titres

A cet effet, le Federal Reserve Board a le droit (Sec. 7 du Banking Act) de fixer pour chaque district Fédéral, le rapport qui, pour chaque banque, devra exister entre les avances sur titres d'une part, et le capital et les réserves d'autre part.

En aucun cas, les avances sur titres à un même client ne devront dépasser 10 % du capital augmenté des réserves. Le Federal Reserve Board aura le droit de changer ce pourcentage sur un préavis de 10 jours, et il le fixera, dit la loi, « avec l'idée d'empêcher un emploi abusif du crédit bancaire pour le maintien de positions spéculatives prises sur des titres ».

Pour faire respecter ces principes, le Banking Act met à la disposition du Federal Reserve Board des moyens variés. Tout d'abord il établit (art. 9) une discrimination parmi les avances consenties aux banques adhérentes, entre celles qui sont garanties par du papier éligible et celles qui, suivant les nouvelles dispositions de l'Emergency Banking Act, sont gagées par des obligations fédérales. La durée de validité des premières est portée de 15 à 90 jours (1).

Celle des secondes est maintenue à 15 jours. De la sorte, les banques adhérentes auront plus tendance à escompter du papier à leurs clients qu'à leur faire des avances sur titres, parce qu'elles pourront plus facilement utiliser le gage qu'elles ont entre les mains.

Le Federal Reserve Board dispose de moyens de pression plus directs : il peut priver du droit de réescompte toute

(1) Cette réforme était réclamée depuis longtemps ; auparavant, les banques adhérentes étaient obligées de renouveler tous les 15 jours leurs billets à ordre, ce qui, pour les banques éloignées des villes de Réserve Fédérale, était une gêne considérable.

banque adhérente qui aura consenti des avances sur titres en dépassement du pourcentage autorisé ; il peut également, lorsqu'une banque adhérente aura outrepassé un avis officiel du Federal Reserve Board, lui enjoignant de réduire ses avances sur titres ou ses prêts aux brokers, exiger le remboursement immédiat des avances dont elle-même bénéficie.

Seuls échappent à cet ostracisme les prêts qui ont pour but de faciliter les achats d'obligations des Etats-Unis. Les sanctions dont disposent les autorités du Système de Réserve Fédérale à l'égard des banques récalcitrantes sont très précieuses, car une banque privée du droit de réescompter son papier ou de se faire consentir des avances sur titres se trouve à la merci d'une panique de ses déposants, événement d'autant plus susceptible de se produire que le public aura inévitablement appris la sanction prise par le Federal Reserve Board.

A en juger par le passé, ces sanctions joueront beaucoup plus par l'éventualité de leur application que par leur application même. Les Federal Reserve Banks n'ont, jusqu'à ce jour, pour ainsi dire jamais refusé d'escompter du papier à une banque adhérente. Le fait seul de prendre une telle sanction rendrait son existence tellement précaire qu'elle aboutirait inévitablement à sa fermeture.

Les sanctions ci-dessus sont donc très brutales : il se peut que, sans y avoir recours, les Banques de Réserve Fédérale désirent néanmoins réduire le volume du crédit utilisé dans le pays ; l'élévation du taux de l'escompte, le moyen le plus normal pour y parvenir, n'était qu'un moyen incomplet parce que le National Bank Act limitait à 7 % l'intérêt que les National Banks pouvaient compter à leurs clients et que, raisonnablement, les Federal Reserve Banks ne pouvaient dépasser 6 %. Il importait de les délivrer de cette sujétion.

Le Banking Act n'ayant pas pouvoir pour réformer les lois des Etats, là où celles-ci prescrivent un maximum, celui-ci continuera à s'appliquer aux National Banks, mais là où il n'y a pas de loi locale sur la question, le taux maximum autorisé aux National Banks, sera 1 % de plus que le taux d'escompte appliqué par la Federal Reserve Bank dont elles dépendent ; en tous cas, ce maximum ne sera jamais inférieur à 7 %.

De la sorte, les Federal Reserve Banks pourront élever le leur indéfiniment. Depuis la guerre, la Federal Reserve Bank de New York n'a atteint qu'une fois le taux de 7 % qui était alors son maximum. Des taux plus élevés se voient rarement ; ils constituent cependant une arme précieuse en cas de crise.

Interdiction aux banques adhérentes

d'agir comme intermédiaires pour les prêts aux brokers

Le moyen le plus efficace de refréner la spéculation boursière est de limiter les disponibilités mises à la disposition des brokers.

Ainsi qu'on l'a vu précédemment, le boom précédant la crise boursière de 1929 avait été financé à son origine par les banques. Mais, en 1929, celles-ci s'étaient retirées sur la demande du Federal Reserve Board, et leur place avait été prise par les banques de l'intérieur et les entreprises industrielles qui avaient des disponibilités en surabondance. L'argent n'avait fait que passer par les grandes banques de New York ; elles n'avaient pu l'arrêter au passage parce que, ce faisant, elles auraient dû violer les instructions formelles données par leurs clients.

Ce qu'il fallait, pour l'avenir, c'était les empêcher même de jouer ce rôle d'intermédiaire. Aussi le Banking Act de

1933 interdit-il désormais aux banques adhérentes « d'agir comme intermédiaires ou représentants d'une société, association, syndicat ou individu autre qu'une banque pour faire des prêts garantis par des actions, obligations ou valeurs quelconques à des courtiers ou négociants en actions, obligations ou autres valeurs ».

Toute banque qui enfreindra cette prescription se verra infliger par la Federal Reserve Bank dont elle dépend une amende de 100 dollars par jour, aussi longtemps que durera l'infraction.

Le remède est néanmoins incomplet puisque, d'une part, les banques de New York continuent à avoir le droit de prêter aux brokers pour le compte des banques de l'intérieur et que rien n'empêche les particuliers de s'adresser directement aux brokers. On a bien interdit par ailleurs aux brokers d'accepter les dépôts. Actuellement les besoins de la bourse sont faibles et l'argent est bon marché ; il n'y a donc pas de difficultés ; reste à savoir ce qu'il adviendrait si l'on revoyait un boom semblable à celui de 1928-1929.

*Interdiction aux banques adhérentes
de faire des opérations sur titres pour leur compte*

Jusqu'en 1933, une National Bank n'avait pas le droit d'investir plus de 25 % de son capital et de ses réserves dans une même émission de titres, sauf des obligations du gouvernement fédéral ou d'un Etat quelconque. Aucune autre restriction n'était prévue aux placements qu'une National Bank désirait faire pour son propre compte.

Les State Banks n'étaient limitées que par les lois de leurs Etats respectifs.

Les restrictions prévues par le Banking Act s'étendent à toutes les Member Banks, States Banks (article 5 § C) comme National Banks (article 16). Elles ne s'appliquent naturellement ni aux titres émis par le Gouvernement Fédéral, ni à ceux d'aucune de ses émanations : Etats, comtés, Federal Farm Loan Board, Federal Home Loan Banks, Home Owners Loan Corporation.

En principe, une banque adhérente ne peut faire des achats ou des ventes de titres que pour le compte de clients.

Elle ne peut souscrire à aucune émission de titres.

Elle a néanmoins le droit d'acheter des titres à revenu fixe pour son propre compte dans des conditions bien déterminées et dans des limites strictement définies.

Le montant total de ses achats provenant d'un même émetteur, ne devra pas dépasser 10 % (au lieu de 25 % auparavant) du total de l'émission, à moins toutefois que le montant total de l'émission ne dépasse pas 100.000 dollars et soit inférieur à 50 % du capital de la banque.

Ce montant total ne devra pas non plus dépasser 15 % du capital de la Banque, ni 25 % de ses réserves.

Une National Bank n'aura le droit d'acheter des actions que des entreprises spécifiées ou prescrites par la loi, telles que les actions des Federal Reserve Banks ou de la Federal Deposit Insurance Corporation.

Cette interdiction constitue une des parties les plus nettes et les plus précises du Banking Act ; elle provient, non seulement du désir d'éviter aux banques adhérentes des placements malheureux qui risqueraient de causer aux déposants des pertes importantes, mais aussi du désir de séparer entièrement les opérations commerciales de banque des opérations sur titres ; la législation antérieure à 1933 restreignait déjà sensiblement le nombre des opérations sur titres que les banques adhéren-

tes avaient le droit de faire, et nombre de celles-ci avaient tourné la difficulté en créant à côté de leur banque, des filiales autonomes auxquelles était confié tout le rayon « titres » et « placements » de la banque.

La nouvelle législation accentue encore la ligne de démarcation entre les deux genres d'activité. Elle s'efforce, de plus, de poursuivre le subterfuge, ainsi qu'on le verra plus loin.

Il y a lieu de noter qu'une autre branche d'activité des banques a déjà, depuis de nombreuses années, reçu une existence autonome : c'est la location de coffres-forts. Elle est généralement confiée à une société distincte : une « Safe deposit Company ». Les banques adhérentes conservent le droit de mettre en portefeuille les actions de leur propre « Safe deposit Company » à condition que leur valeur ne dépasse pas 15 % du montant de son capital et de ses réserves.

Interdiction aux banques d'acheter des immeubles

Le Banking Act veut supprimer toutes tentations pour les banques adhérentes de s'écarter de leur activité propre. Elles ne devront désormais, sans l'autorisation du Contrôleur de la Monnaie s'il s'agit d'une National Bank, ou du Federal Reserve Board s'il s'agit d'une State Bank, employer un montant supérieur à celui de leur capital, soit en locaux bancaires, soit en actions ou obligations de la Société possédant leurs locaux d'exploitation, soit en prêts gagés par les actions ou titres de celle-ci.

Interdiction aux banques adhérentes de faire des avances à leurs directeurs

La Commission Sénatoriale d'enquête avait révélé les abus de M. Mitchell, principal directeur de la National City Bank,

et d'un certain nombre de ses subordonnés (1) qui avaient profité de leur situation pour se faire faire des avances qu'ils n'avaient jamais remboursées.

Cet exemple avait éveillé l'attention générale et scandalisé l'opinion publique. L'article 22 du Banking Act a pour objet d'éviter le renouvellement de pareils errements.

Aucun directeur d'une banque adhérente n'a le droit, d'une façon quelconque, de devenir le débiteur d'une banque adhérente quelconque ; aucune banque adhérente n'a le droit de faire de prêts à ses propres directeurs. Les prêts existant au moment de la mise en vigueur du Banking Act devront être remboursés dans un délai de deux ans.

Si un directeur d'une banque adhérente contracte une dette vis-à-vis d'une banque non adhérente, il doit en faire un rapport détaillé au président du conseil d'administration de la banque dont il fait partie.

En cas de violation de la loi, les peines prévues sont lourdes : 1 an de prison et 5.000 dollars d'amende pour le directeur coupable ; 10.000 dollars plus le montant de l'avance pour la banque adhérente qui a consenti le prêt.

Composition plus stricte du conseil d'administration

Avant la promulgation du Banking Act, la composition du Conseil d'administration d'une banque adhérente était simplement soumise aux mêmes conditions que toutes les autres Sociétés anonymes.

Le nombre des administrateurs n'était pas fixé et ceux-ci pouvaient être actionnaires ou ne pas l'être : le risque était double ; d'une part, on concentrait en peu de mains beaucoup

(1) Voir page 65.

de responsabilités et de tentations ; d'autre part, des administrateurs non actionnaires étaient plus que d'autres enclins à se désintéresser d'une entreprise où ils n'avaient qu'un intérêt matériel indirect.

Désormais, le Conseil d'administration de toute banque adhérente sera composé de 5 membres au moins, de 25 au plus. Tout administrateur devra être propriétaire absolu des actions représentant en valeur nominale :

\$ 1.000 si le capital de la banque est inférieur à \$ 25.000

\$ 1.500 si le capital de la banque est inférieur à \$ 50.000

\$ 2.500 dans tous les autres cas.

La violation de cette règle entraînera la mise en liquidation de l'affaire, s'il s'agit d'une National Bank ; son expulsion du Federal Reserve System s'il s'agit d'une State Bank.

*Sanctions directes contre les administrateurs
ou directeurs de banques*

Jusqu'en 1933, lorsqu'une banque avait une politique qui paraissait « dangereuse » aux autorités du Federal Reserve System, celles-ci pouvaient prendre des mesures de conservation destinées à sauvegarder les intérêts des déposants.

Le Banking Act confère au Federal Reserve Board des pouvoirs beaucoup plus étendus et quasi discrétionnaires. Désormais, toutes les fois qu'un administrateur ou un directeur de banque aura, malgré un avertissement des autorités de Réserve Fédérale, persisté à violer une loi quelconque relative aux banques, soit, ce qui est infiniment moins précis, à pratiquer « une politique dangereuse et malsaine », il sera l'objet d'un rapport écrit au Federal Reserve Board. Celui-ci l'appellera à comparaître et, s'il est reconnu coupable d'avoir violé la loi ou pratiqué une politique dangereuse et malsaine, le Federal

Reserve Board pourra ordonner sa suspension. S'il persiste à diriger la banque malgré la décision du Federal Reserve Board, il sera passible de 5.000 dollars d'amende et de 5 ans de prison.

L'idée de poursuivre les responsables de bien des faillites bancaires est excellente en théorie, mais son application en est difficile et risque de devenir arbitraire ! Elle laisse entièrement à l'appréciation du Federal Reserve Board la détermination de ce qui est une politique dangereuse et malsaine. Il est parfaitement plausible qu'un jour, à la suite d'une déflation analogue à celle qui a caractérisé les années 1931 et 1932, le Federal Reserve Board proclame que les demandes de remboursement des banques constituent un danger national, et, non content de mettre à leur disposition plus de crédit qu'elles ne pourraient en utiliser, les oblige à répandre celui-ci dans leur clientèle. Qui alors aurait une politique « prudente et saine » du banquier qui, par crainte de ne pas être remboursé, refuserait des facilités à ses clients ou des autorités de réserve fédérale qui l'obligeraient à s'engager dans cette voie qu'il estimerait hasardeuse ?

Les pouvoirs donnés au Federal Reserve Board par cet article de la loi sont illimités. Il est à espérer que, les responsabilités créant la sagesse, il saura en user sans rendre impossible le métier de directeur ou d'administrateur de banque.

Droit de limiter les retraits des déposants

Le droit de contrôle des autorités fédérales sur les National Banks était autrefois brutal ; si une National Bank était, pour une raison ou une autre, obligée de fermer ses guichets, Washington envoyait un liquidateur, et deux solutions seulement étaient possibles : soit le renflouement immédiat par l'apport de capitaux frais, soit la liquidation,

Le Banking Act permet de prendre des mesures moins radicales ; l'expérience du mois de mars 1933 a prouvé que, dans de nombreux cas, une banque était solvable, tout en ayant une partie de son actif difficile à réaliser. Désormais, le liquidateur d'une banque provisoirement fermée aura le droit, avec l'approbation de 75 % des déposants et du Contrôleur de la Monnaie, de rouvrir les guichets en limitant le pourcentage des retraits immédiats et en prévoyant un délai court mais raisonnable pour le reste.

Cette disposition qui a de multiples avantages pratiques n'est que le complément du Bank Conservation Act.

CHAPITRE VI

Le Banking Act

Contrôle des organismes étrangers au Federal Reserve System

Les lois existantes donnaient aux autorités de Réserve Fédérale un droit de contrôle sur l'activité des member banks. Les mesures indiquées ci-dessus ont considérablement étendu ce droit.

Mais beaucoup de banques adhérentes échappaient à ce contrôle en créant des filiales ou en faisant souscrire leur capital par un holding indépendant, toutes sociétés sur lesquelles le Federal Reserve Board n'avait aucun droit de regard. Elles pouvaient notamment, par ce subterfuge, se lancer dans des opérations de placement qui autrement leur auraient été interdites. Les réformateurs de 1933 ont voulu mettre fin à ces abus.

Contrôle des rapports des banques adhérentes avec leurs filiales

Le Banking Act (art. 2) a donc, dès son préambule et en prévision du fréquent emploi qu'il devait en faire, commencé par définir le terme « filiale ».

Une société, un syndicat, une association ou un organisme similaire quelconque est considéré comme une filiale d'une banque adhérente dans trois cas :

1° La banque adhérente possède ou contrôle, directement ou indirectement, plus de 50 % des actions prenant part à l'élection des administrateurs de la filiale, ou, d'une façon quelconque, a le contrôle de cette élection.

2° Ce contrôle est directement ou indirectement entre les mains des actionnaires de la banque adhérente ou de leurs représentants.

3° Les administrateurs ou assimilés composant la majorité du conseil de la filiale, sont en même temps administrateurs de la banque adhérente.

Ces définitions très extensibles ont pour but d'empêcher tout subterfuge procurant aux banques adhérentes les moyens de posséder en réalité des filiales sans en avoir l'apparence.

On a vu qu'une pratique très fréquente aux Etats-Unis consistait à associer les actions de deux sociétés différentes en les émettant sur un même certificat, et en décidant que la vente ou le transfert des actions de l'une entraînerait forcément la vente ou le transfert des actions de l'autre.

Le Banking Act a pris soin (art. 5, § C) d'interdire expressément de telles pratiques en ce qui concerne les actions des banques adhérentes. Celles-ci ne pourront plus être couplées avec les actions d'aucune autre société, à l'exception des actions d'une autre banque adhérente, ou des actions de la Société Immobilière, propriétaire des immeubles de la banque.

Le Banking Act (art. 5, § C et art. 27 et 28) confère aux autorités du Federal Reserve System le droit d'examiner les filiales des member banks de la même façon que les member banks elles-mêmes. Il leur interdit également la pratique d'un certain nombre d'opérations (art. 13),

Le contrôle des banques s'exerce de deux façons :

1° par des rapports détaillés fournis aux autorités fédérales trois fois par an à des dates déterminées par celles-ci ;

2° par des inspections sur place faites au minimum deux fois par an par des agents du Federal Reserve Board.

Les mêmes mesures de contrôle s'appliqueront désormais aux filiales des banques adhérentes. Celles-ci devront joindre aux rapports qu'elles adressent aux autorités fédérales, un rapport analogue établi à la même date et concernant leurs filiales. Il devra contenir tous les renseignements que les autorités fédérales jugeront nécessaires, pour « montrer clairement les relations entre la filiale et la banque, pour permettre aux autorités fédérales de se rendre compte de l'effet que ces relations peuvent avoir sur les affaires de la banque en question ». Elles pourront, si elles le jugent nécessaire, demander des rapports complémentaires.

Les inspecteurs fédéraux, lors de leurs visites périodiques dans les banques adhérentes, auront non seulement le droit, mais également le devoir, d'examiner les comptes de toutes les filiales de banque « autant qu'il leur sera nécessaire pour dévoiler complètement les relations de la banque avec ses filiales, et l'effet que ces relations peuvent avoir sur les affaires de la banque ». Le fait, pour une banque adhérente, de refuser de communiquer les renseignements demandés, entraînera sa radiation immédiate. Si le refus provient de la filiale, la banque adhérente encourra une amende de 100 dollars par jour.

Les opérations qu'une banque adhérente a le droit de traiter avec ses filiales sont désormais strictement réglementées. Les engagements qu'elle prendra vis-à-vis de chacune d'elles ne devront pas dépasser 10 % de son capital et de ses réserves, et l'ensemble ne devra pas dépasser 20 % de son capital et

de ses réserves. Par « engagements », il y a lieu de comprendre :

1° un prêt, une ouverture de crédit ou un achat de titres, avec promesse de revente ultérieure ;

2° le fait d'employer ses disponibilités en actions, bons, et titres quelconques émis par la filiale ;

3° le fait d'accepter les actions, bons ou titres quelconques émis par la filiale, en garanties d'avances consenties à un tiers.

Ces prêts ou ouvertures de crédit faits à des filiales dans les limites prévues ci-dessus, devront être gagés par des titres ayant, au moment où l'emprunt est fait, une valeur boursière :

1° égale au montant du prêt si le gage est constitué par des obligations des Etats-Unis, ou garanti par le gouvernement ou par un papier réescomptable ;

2° supérieure de 10 % au montant du prêt si le gage est constitué par des obligations d'un Etat ou d'une de ses subdivisions ;

3° supérieure de 20 % du montant du prêt si le gage est constitué par d'autres titres.

Ces restrictions s'appliquent à toutes les filiales à l'exception de quelques-unes très nettement déterminées, telles que Société immobilière, propriétaire du siège de la banque, Société de crédit agricole, Société ne s'occupant que d'obligations des Etats-Unis.

Les règles prescrites sont tellement complètes que rien dans l'activité des banques adhérentes ne semble pouvoir échapper aux autorités fédérales.

*Contrôle des Holding possédant des actions
de banques adhérentes*

Les mesures indiquées ci-dessus instaurent un contrôle partant des banques-mères, pour aboutir aux filiales. Il importait également d'instaurer un contrôle partant des banques adhérentes pour aboutir aux groupes, holdings ou investment trusts, propriétaires de la majorité de leurs actions.

Ces groupes, holdings ou sociétés de placements, sont désignés dans le Banking Act sous le nom de « Holding Company affiliates ». Pour la facilité de l'exposé, nous les désignerons tous indifféremment dans la suite de ce chapitre sous le nom anglais, mais aujourd'hui francisé de « holding ».

Il y a lieu d'entendre par là toute société, syndicat, association ou organisme similaire qui :

soit possède ou contrôle directement ou indirectement, la majorité du capital ;

soit possède ou contrôle directement ou indirectement plus de 50 % des actions qui ont pris part à la dernière élection d'administrateurs ;

soit contrôle d'une façon quelconque l'élection de la majorité des administrateurs ;

soit a comme actionnaires ou associés des personnes qui ont confié à des trustees la totalité ou quasi totalité du capital de la banque adhérente.

Lorsqu'un même holding contrôle deux ou plusieurs banques dans un même district fédéral, une seule des banques adhérentes, au choix du holding, aura le droit de prendre part à l'élection des administrateurs de la Federal Reserve Bank de ce district.

Le Banking Act essaye de faire passer sous la surveillance des autorités fédérales, les holdings contrôlant des banques

adhérentes. Il a pour cela adopté deux procédés très efficaces l'un et l'autre : il a prescrit qu'un holding contrôlant une banque adhérente serait obligé, tout comme les filiales, de soumettre un rapport de son activité trois fois par an, aux mêmes dates que la banque adhérente qu'il contrôle. Il a de plus instauré un système très compliqué mais capable de donner aux autorités fédérales un droit de regard sur tout organisme qui, d'une façon même lointaine, pourrait s'ingérer dans l'activité d'une banque adhérente (1).

Lorsque les actions d'une banque adhérente sont en majorité aux mains d'un holding, celui-ci devra, pour exercer son droit de vote et par conséquent son droit de contrôle, obtenir du Federal Reserve Board un « permis de vote ». Naturellement l'obtention de ce permis, que le Federal Reserve Board peut discrétionnairement accorder ou refuser, est soumise à des formalités nombreuses et à des conditions qui, dans l'avenir, seront même très sévères.

Le holding doit fournir sur sa propre gestion des renseignements aussi complets que l'on serait en droit d'en exiger d'une banque adhérente. Les plus caractéristiques sont les suivants :

Bilan détaillé avec la décomposition exacte du portefeuille titres.

Liste des administrateurs, directeurs et principaux actionnaires avec l'indication des affaires auxquelles ils sont intéressés.

Liste des filiales appartenant au holding, avec l'indication de leur principale activité, la nature des relations qu'elles

(1) Voir Instructions P du *Federal Reserve Board*, bulletin mensuel, août 1933.

entretiennent avec le holding, et des filiales qu'elles-mêmes peuvent avoir.

Rapport récent et bilan de chacune de ses filiales.

Acceptation par chacune des filiales de se soumettre au contrôle des autorités fédérales.

Indications détaillées pour le cas où les actions du holding seraient couplées avec les actions d'une autre société.

Indication des rapports que le holding peut entretenir avec une entreprise s'occupant du placement de titres.

C'est cette dernière indication surtout qui, aux yeux du législateur est intéressante ; une bonne partie des précautions prises et toute la liste des renseignements demandés ont comme but final de faire apparaître les relations ouvertes ou cachées qu'une banque adhérente peut avoir avec une société financière, relations qui apparaissent aux autorités comme dangereuses et de nature à nuire au crédit du Federal Reserve System.

Les holdings, s'ils veulent conserver leur « permis de vote » devront s'engager à ne s'intéresser à aucune nouvelle société financière ; quant à celles qu'ils contrôlent au moment de l'obtention du permis de vote, ils devront, dans les cinq années qui suivent, renoncer à ce contrôle, ainsi qu'à la direction effective des dites sociétés financières.

Pour assurer l'application pratique de ces dispositions, le holding devra s'engager, tant pour lui-même que pour ses filiales, et les filiales de ses filiales, à accepter le contrôle des inspecteurs fédéraux.

Le Banking Act soumet la distribution de dividendes par les holdings à des conditions extrêmement strictes. Dans les cinq ans qui suivent la mise en application de la loi, le holding devra avoir une réserve liquide égale à 12 % du montant de toutes les actions de banque qu'il détient, augmenter le

pourcentage de 2 % par an jusqu'à ce qu'il atteigne 25 %, ne pas distribuer de dividendes supérieurs à 6 % tant que le pourcentage de 25 % n'aura pas été atteint.

Les indications ci-dessus concernant le contrôle des filiales et des holdings ne sont qu'un résumé aussi bref que possible des prescriptions qui figurent dans le Banking Act et dans les instructions complémentaires du Federal Reserve Board. Celles-ci témoignent par leur abondance même, du désir des autorités d'étendre leur contrôle aux organismes touchant indirectement au Federal Reserve System, susceptibles de l'entraîner dans leurs erreurs. La conception est logique et saine ; il est à craindre malheureusement qu'elle ne se heurte à de grosses difficultés pratiques ; quelque puissante que soit la cuirasse qu'on a voulu constituer contre les spéculateurs et les financiers trop audacieux, ceux-ci ont toujours trouvé une arme plus puissante pour faire mettre à leur disposition les disponibilités des banques et du public. Le système imposé fait une confiance illimitée non seulement à l'intégrité des autorités fédérales, ce qui est naturel, mais également à leur capacité. Le Banking Act a oublié de mettre les membres du Federal Reserve Board à l'abri des tentations et des enthousiasmes nationaux ; bien peu d'esprits, même parmi les plus lucides, voyaient en 1928 et 1929, le danger latent que constituait la formation d'immenses investment trusts ; jusqu'en 1931 le Federal Reserve Board s'est refusé à voir dans la crise économique qui s'aggravait de jour en jour, autre chose qu'un accident boursier. En pensant aux erreurs passées, erreurs d'ailleurs souvent compréhensibles, on peut se demander si le Federal Reserve Board sera à même d'appliquer le Banking Act, non seulement avec toute l'impartialité, mais surtout avec toute la clairvoyance qu'exige l'importance des responsabilités qui pèsent sur lui.

*Séparation complète des banques adhérentes
et des sociétés financières*

La distinction des banques d'affaires et des établissements de crédit est une conception parfaitement normale pour un Français ou un Anglais, un peu moins pour un Allemand ; elle est extraordinaire pour un Américain.

La confusion de ces deux genres de banques est la règle courante aux Etats-Unis ; elle tient principalement à la dissémination des banques ; chacune n'ayant qu'une zone d'action restreinte, a tendance à cumuler un nombre de fonctions plus grand ; l'intimité forcée qui règne entre les banquiers et leurs clients crée entre eux des rapports de confiance réciproque, qui incitent les premiers à consentir à ceux-là des facilités qui sortent du cadre des opérations dans lequel devrait normalement se maintenir une banque commerciale exposée à des retraits imprévus. Une seconde raison, et sans doute la plus importante de la confusion des banques de dépôts et des banques d'affaires, doit être recherchée dans le développement économique extraordinairement rapide des Etats-Unis. Le total des richesses que l'on y a fait sortir de terre depuis cent cinquante ans atteint des chiffres véritablement astronomiques.

La découverte de l'or en Californie suivie d'un puissant mouvement d'émigration vers l'Ouest, la mise en exploitation des plaines du Middle West, la découverte du pétrole, le développement rapide et brusque de la grosse métallurgie dans les années qui ont précédé la grande guerre, celui de l'industrie de l'automobile dans les années qui l'ont suivie, marquent les étapes de cette prodigieuse ascension. Les faillites et les crises ont été nombreuses, elles aussi, mais elles ont été vite oubliées. Dans l'ensemble, les banques n'ont pas eu à regretter les crédits généreux qu'elles ont accordés aux

pionniers, aux agriculteurs, aux industriels, aux commerçants, et leurs déboires pourtant nombreux se sont noyés dans la masse de leurs succès. C'est ce qui explique que, si la confusion des banques d'affaires et des banques de dépôts reste erronée en théorie, elle a été moins préjudiciable aux Etats-Unis qu'à aucun autre pays ; dans l'ensemble, elle a été pour eux plus féconde que nuisible.

La décade 1919-1929 a été caractérisée par un accroissement intense des opérations de bourse et de la fortune mobilière ; non seulement d'audacieux spéculateurs ont accumulé des fortunes, mais les banques et les brokers qui leur servaient d'intermédiaires en ont aussi largement profité. Les professionnels croyaient connaître les fondements logiques de ce succès et, sur ces bases soi-disant rationnelles se sont constitués de puissants investments trusts. Durant cette période, les opérations sur titres, soit pour leur propre compte, soit pour le compte de leurs clients, ont été pour les banques la source d'intéressants profits et ne leur ont laissé que relativement peu de pertes.

Par la suite, ces brillantes spéculations ont tourné à la débâcle. Dès la fin de 1929, leur département titres avait causé aux banques des pertes importantes provenant tant de leur portefeuille propre que de la liquidation forcée de clients dont la garantie était devenue insuffisante. Les « Securities Companies » spécialisées dans les opérations sur titres, que l'on peut traduire en français par « Sociétés financières » deviennent à partir de 1930 l'objet de critiques unanimes. On leur reproche non seulement d'avoir réalisé des bénéfices scandaleux sur le dos du public, mais aussi d'avoir été la source d'une inflation boursière, qui a favorisé une hausse illégitime, suivie d'une baisse trop brutale.

Le Banking Act de 1933, issu de la crise, condamne ces organismes funestes et leur interdit tous rapports avec les membres du Federal Reserve System, intaurant ainsi, par voie de contrainte, le traditionnel principe de la séparation des banques d'affaires et des banques de dépôts, que l'expérience a depuis longtemps imposée en France et en Grande-Bretagne.

L'article 20 du Banking Act interdit à toute banque adhérente d'avoir des intérêts dans « une société, association, syndicat ou autre organisation similaire dont le but essentiel est l'émission, le lancement, la souscription, la vente publique, la distribution en gros, en détail ou par la constitution de syndicats, d'actions, d'obligations, bons, effets, ou autres titres ». Cette mesure très nette et très précise a pris effet un an après la mise en application du Banking Act, c'est-à-dire le 16 juin 1934. Elle est complétée par l'indication de sanctions très sévères : mille dollars par jour d'amende pour la banque adhérente, et si l'infraction se prolonge plus de six mois, l'exclusion du Federal Reserve System. L'interdiction portée dans cet article a une influence directe sur les grandes banques de New York en les obligeant à se séparer de leur filiale financière. La Chase National Bank a divorcé d'avec la Chase Corporation qui est devenue l'Amerex Holding Corporation avec des administrateurs et des directeurs entièrement distincts ; la National City Company filiale de la National City Bank, après être devenue pour un temps la City Company of New York, a été purement et simplement dissoute. Il en a été de même de la Guaranty Company, filiale de la Guaranty Trust, mais une partie de ses anciens dirigeants ont formé une nouvelle société financière.

Pour renforcer l'article 20, et pour empêcher la complicité occulte d'une banque et d'une société financière, le Banking Act a pris quelques mesures très précises, déjà indiquées

précédemment, mais qui ont également leur importance dans la présente question.

1° Les actions d'une banque adhérente ne peuvent être couplées avec les actions d'aucune autre société, surtout pas une société financière.

2° Au cas où un même holding contrôle une banque adhérente et une société financière, il devra dans les cinq ans qui suivent la promulgation de la loi, renoncer à son contrôle sur la société financière.

Par ailleurs, l'article 32 du Banking Act impose, à partir du 1^{er} janvier 1934, à tout administrateur ou directeur de banque adhérente qui voudrait en même temps être administrateur ou directeur d'une société financière l'obligation d'obtenir l'autorisation du Federal Reserve Board. Cette même autorisation sera nécessaire si une banque adhérente veut, soit avoir une société financière comme correspondant, soit être le correspondant d'une telle société. Les demandes seront accompagnées des bilans détaillés des deux entreprises dans lesquelles le postulant désire occuper des fonctions. Le Federal Reserve Board, pour accorder ou refuser son autorisation, se préoccupera uniquement de l'intérêt public, c'est-à-dire qu'il examinera :

1° si les relations proposées ne risquent pas d'entraîner un usage abusif du crédit bancaire pour l'achat, la vente, la souscription, le lancement ou la négociation de titres ;

2° si elles n'entraînent pas des conséquences fâcheuses pour la solidité de la banque adhérente, sa politique de crédit ou de placement, les relations qu'elle entretient avec ses autres clients ;

3° si la délivrance du permis ne nuira en rien à l'intérêt public.

Les pouvoirs d'appréciation du Federal Reserve Board sont, on le voit, quasi illimités, et manifestent une fois de plus son intention d'imposer effectivement à toutes les banques la politique de crédit qu'il a décidé d'adopter.

Le Banking Act contient une autre disposition qui n'affecte directement ni le Federal Reserve Act, ni le National Bank Act, mais qui a pourtant son influence sur l'organisation bancaire du pays ; elle modifie l'article 8 du Clayton Antitrust Act ; celui-ci est une loi de 1914, destinée à empêcher la constitution de monopoles privés nuisibles à l'intérêt public ; au point de vue bancaire en particulier, il interdit à une même personne de cumuler, sans l'autorisation du Federal Reserve Board dans la plupart des cas, des fonctions d'employé, d'administrateur, ou de directeur dans deux ou plusieurs banques.

A partir du 1^{er} janvier 1934, un employé, directeur ou administrateur de banque ne pourra en principe cumuler ses fonctions avec un emploi quelconque dans une société ou association quelconque faisant des avances sur titres. Il pourra éventuellement obtenir une autorisation du Federal Reserve Board à condition que la concurrence professionnelle et l'abondance du crédit offert n'en souffrent pas, qu'il soit dans la possibilité d'exercer effectivement ses deux fonctions, qu'il n'ait fait personnellement aucun usage abusif des crédits bancaires, que les avances sur titres consenties par la société en question soient d'une nature qui convienne au Federal Reserve Board.

Là encore nous retrouvons cette tendance des autorités fédérales à vouloir se faire juges de la bonne ou de la mauvaise distribution du crédit.

Interdire aux banques adhérentes d'avoir des relations avec les sociétés financières était une mesure de protection interne

pour le Federal Reserve System. Celles-ci restaient libres dans leur propre sphère d'agir à leur guise. C'est ce que le législateur de 1933 a voulu éviter, et c'est pour cette raison qu'il a introduit dans le Banking Act l'article 21 qui dépasse de beaucoup les cadres du système bancaire alors existant. Grosso-modo, l'article en question interdit :

1° à tout financier ou société financière de recevoir des sommes d'argent en dépôt ;

2° à toute personne ou entreprise qui ne se soumet pas aux examens ou réglementations prévues par la loi locale ou fédérale de recevoir des sommes d'argent en dépôt.

Cette mesure entraîne une réforme tellement profonde des habitudes américaines que l'on pouvait à première vue se demander si, empiétant sur le terrain des législations locales, elle n'était pas contraire à la Constitution ; jusqu'à ce jour, la question n'a pas été soulevée.

Elle a pour effet, depuis sa mise en application, le 16 juin 1934, de transformer profondément les bases de puissantes et anciennes maisons de banque qui n'ont plus désormais le droit de recevoir des dépôts et qui doivent se contenter de travailler avec leurs propres capitaux. Parmi les grands banquiers privés de New York, J. P. Morgan, Brown Brothers, Harriman & C°, A. Iselin & C° ont accepté de se soumettre au contrôle de l'Etat de New York ; par contre, Kuhn Loeb & C°, Dillon Read & C°, Lazard Frères, restent des sociétés financières, mais renoncent à accepter les dépôts et à se livrer aux opérations courantes de banque.

C'est une conception qui est théoriquement saine si l'on considère la nature des risques pris par les sociétés financières, mais qui, pratiquement, soulève des objections : tout d'abord, la séparation légale et absolue des opérations commerciales bancaires d'une part, et des opérations financières d'autre part,

est arbitraire ; où et dans quelles formes précises doit-on trouver les frontières du crédit à court terme, à moyen terme et à long terme ? Il existe des traites d'apparence commerciale qui se renouvellent pendant des années ! Par contre, certaines émissions de bons à brève échéance peuvent ne servir qu'à financer une opération déterminée ou même à faciliter la trésorerie d'une entreprise à certaines époques de l'année ; telle opération qui commence par l'escompte de papier courant peut, par la force des événements, se transformer en une participation dans le capital de l'entreprise. La nécessité de protéger épargnants et déposants ne saurait être invoquée en l'occurrence ; non seulement les banques privées aux Etats-Unis ne faisaient aucune publicité, mais elles n'avaient même qu'un très petit nombre de déposants qui étaient, soit des banquiers, soit d'importantes entreprises industrielles, soit de très riches particuliers, en tous cas des gens bien placés pour savoir où déposer leur argent.

Au fond, la véritable intention qui a présidé à la rédaction de cet article était de porter atteinte aux grandes maisons de banque, dont la commission d'enquête avait révélé la puissance. L'expérience seule montrera à quels résultats elle aboutira ; mais à première vue, il semble qu'elle ait passé à côté de son but ; le fait que des maisons comme Morgan aient accepté le contrôle de l'Etat de New York prouve que le contrôle ne les gênera pas beaucoup. Si logiquement la séparation des banques de dépôts et des banques d'affaires a une valeur certaine pour des établissements qui veulent s'en tenir strictement à ce principe, pratiquement la démarcation est difficile à faire pour qui veut l'imposer de l'extérieur. Cette loi est trop parfaite ; c'est peut-être le pire obstacle à sa bonne application.

Contrôle des filiales, contrôle des holdings de banque, contrôle surtout des sociétés financières, tels sont les trois

moyens que le Banking Act prévoit pour diminuer le nombre des faillites bancaires.

Mais il ne s'arrête pas là : il continue à protéger le déposant, même si la suspension de paiements n'a pu être évitée et c'est ce qu'il y a lieu d'examiner maintenant.

CHAPITRE VII

Le Banking Act

Limitation des Intérêts et garanties des Dépôts

Le gouvernement fédéral a désiré mettre les déposants et surtout les petits, à l'abri des faillites bancaires. Il a obligé toutes les banques adhérentes à s'affilier à un vaste système d' « Assurance Mutuelle des dépôts bancaires ». C'était leur imposer une charge fort lourde ; il fallait, en échange, leur accorder sinon une facilité, du moins une augmentation certaine de leurs revenus, d'où la mesure suivante qui en est à la fois la conséquence et la condition :

La limitation des intérêts servis aux déposants

Le Banking Act distingue les comptes à vue, des comptes à préavis ou à échéance fixe.

Aux premiers, c'est-à-dire aux comptes remboursables sur simple demande, ou par l'émission d'un chèque, les banques adhérentes ne devront servir aucun intérêt.

Il en sera de même de ceux pour lesquels elles exigent un préavis de retrait inférieur à 30 jours.

Une telle mesure appliquée par une banque européenne risquerait de lui faire perdre un nombre considérable de clients ;

ceux-ci diraient : « Plutôt que de mettre de l'argent à la banque où il ne me rapporte rien, je préfère le garder dans mon coffre-fort. » Aux Etats-Unis, la mentalité est différente : le compte en banque est moins un placement qu'une commodité. Cette conception a permis aux banques américaines de faire payer leurs services beaucoup plus cher ; mais, en contrepartie elles ont offert aux déposants une foule de petits avantages matériels (arrêts de compte mensuels, services spéciaux de réception des clients, etc...) auxquels ceux-ci se sont habitués et dont ils ne pourraient plus se passer. Le règlement par chèques y a pris une extension inconnue en Europe ; la thésaurisation n'y a jamais existé qu'à l'état épisodique comme en 1933.

Le paiement de taux d'intérêt variables avait donc une raison d'être pour la concurrence entre banques, il n'en avait pas pour inciter le public à déposer ses disponibilités. En supprimant l'intérêt sur les comptes à vue, les banques ne perdaient pas un seul client.

Le but de la loi est, en réduisant les charges des banques, de leur permettre de placer leur argent moins avantageusement, mais plus sûrement, donc de conserver une plus grande liquidité. Certaines exceptions néanmoins sont prévues :

1° les dépôts remboursables seulement dans une agence établie à l'étranger peuvent porter intérêt de façon que les banquiers américains ne soient pas désavantagés vis-à-vis de leurs concurrents étrangers ;

2° les Mutual Savings Banks dont les déposants sont en même temps les actionnaires, sont autorisés à servir des intérêts. La question de bénéfice joue moins et les retraits massifs sont rares ;

3° les dépôts faits par les Etats, comtés et villes lorsque la législation de l'Etat l'exige peuvent être porteurs d'intérêts ;

4° lorsqu'en vertu d'un contrat de bonne foi conclu avant le 16 juin 1933 la banque a pris vis-à-vis de son client des engagements prévoyant le paiement d'un intérêt, elle continuera à l'observer, mais devra faire tout son possible soit pour ne pas le renouveler à son expiration, soit même pour en obtenir la modification.

Le Banking Act a pris la précaution d'interdire le paiement « *direct ou indirect* » d'intérêts sur ces comptes à vue. Cette précision se justifie comme nous le mentionnions plus haut, par la coutume des banques américaines de compter des frais assez élevés à leurs clients. Elles pouvaient être tentées de leur appliquer des tarifs inversement proportionnels à la moyenne de leurs soldes ; c'eût été une façon aisée de tourner la loi. La question était très délicate : une longue discussion s'engagea à ce sujet entre le Federal Reserve Board et l'Association des Banquiers Américains pour déterminer exactement la portée de la loi. Il en résulte qu'il faut tout d'abord distinguer :

1° les frais généraux fixes de la banque ;

2° les frais spéciaux de change ou d'encaissement se rattachant à une opération déterminée.

Toute banque pourra, pour son usage intérieur, établir une analyse des comptes de ses clients, d'après des règles uniformes établies dans chaque ville par les groupes de banquiers, afin de déterminer la valeur marchande de chacun de ces comptes (la moyenne des soldes entrant naturellement en jeu dans le calcul de cette valeur marchande).

La banque pourra légitimement dispenser de supporter sa quote-part de frais généraux tout compte dont elle aura calculé que la valeur marchande est suffisante pour justifier une telle exemption.

Quant aux frais spéciaux, la banque ne pourra en prendre une certaine quotité à sa charge que si le solde moyen du client n'entre pas en jeu dans la détermination de cette quotité. Elle devra donc prendre sa décision avant de savoir la somme qui restera au crédit du compte pendant la période considérée. Elle aura toujours le droit de débiter le compte de son client, soit au moment où les frais spéciaux devaient être perçus, soit ultérieurement, mais elle ne devra jamais le faire bénéficier d'un crédit, motivé par le fait qu'il aura conservé à son compte un solde suffisamment important.

L'application qui a été faite de la loi est moins rigoureuse que son texte même. Les interprétations admises aboutissent à une discrimination très nette des soldes importants et des petits soldes. Mais comme le montant des frais spéciaux a été considérablement augmenté en 1933 par le Comité de Banquiers pour le N.R.A., l'interprétation même élargie de la loi entraîne pour les banques une augmentation appréciable de bénéfices.

Les usages de banque américains distinguent différents genres de comptes à préavis ou à échéances. Ce sont :

1° les « time certificate of deposits » autrement dit des bons de caisse ou bons à échéance remboursables 30 jours au minimum après leur émission ou la demande de remboursement ;

2° les « time deposit, open accounts » ou comptes bloqués. Ce sont des comptes en banque ordinaires, mais le déposant s'est engagé à ne pas retirer les fonds, soit dans un délai minimum de 30 jours, soit avec un préavis minimum de 30 jours ;

3° les « postal savings deposits » qui sont des fonds déposés dans les bureaux de poste, en vertu du Postal Saving Act ;

4° les « savings deposits » ou comptes d'épargne ; ces comptes n'ont pas de durée minima fixée *à priori* ; néanmoins ils se distinguent des comptes ordinaires à vue en ce que :

a) le déposant, pour retirer des fonds, doit se présenter avec son carnet de compte ; il ne peut donc pas tirer de chèques ;

b) la banque a le droit à un moment quelconque d'exiger un préavis de 30 jours pour les retraits ;

c) le but d'épargne doit être manifeste, et c'est à la banque qu'il appartient de le prouver.

Sur tous les comptes à préavis, les banques adhérentes paieront un intérêt dont le taux maximum sera périodiquement fixé par le Federal Reserve Board ; au cas où les lois locales fixeraient pour les State Banks un taux inférieur, les banques adhérentes ne devront pas dépasser ce taux. Depuis la mise en application du Banking Act, le taux maximum prévu a d'abord été fixé à 3 % avec arrêché de compte deux fois par an ; en décembre 1934, il a été ramené à $2\frac{1}{2}$ %. Naturellement au cas où une banque adhérente avait antérieurement au 16 juin 1933 des engagements contraires, elle pourra les observer, mais elle ne devra, sous aucun prétexte, les renouveler et elle s'efforcera de les faire rentrer le plus tôt possible dans le cadre de la nouvelle loi.

Aucune banque adhérente ne remboursera de dépôt avant l'échéance, même en reprenant les intérêts qu'elle a bonifiés, ou qu'elle doit bonifier à son client. Au cas où elle ferait une avance à un client propriétaire d'un dépôt à préavis non échu, elle devra prouver que c'était pour venir en aide à celui-ci et non pour tourner la loi.

Aucune banque ne remboursera un dépôt à préavis avant d'avoir reçu la demande de retrait et d'avoir laissé s'écouler la période de préavis prévue par le contrat. Tout dépôt parve-

nu à échéance, ou dont la période de préavis sera expirée, deviendra un dépôt à vue et comme tel ne portera plus intérêt.

En interdisant aux banques adhérentes de donner des intérêts sur les comptes à vue et en limitant les intérêts qu'elles peuvent servir sur les comptes bloqués, le Banking Act leur crée une source de profits considérables ; par contre, et c'est pour cette raison que nous avons lié ces deux questions, il leur impose une charge aussi importante que l'allégement, en les obligeant à s'affilier à la « Federal Deposit Insurance Corporation », autrement dit en les obligeant à contracter, au profit de leurs clients, une assurance contre leur propre défaillance.

Structure et ressources de la Federal Deposit Insurance Corporation

La « Federal Deposit Insurance Corporation » est une société anonyme : ses statuts se trouvent tout entiers dans le Banking Act de 1933 et elle a pris naissance du jour de la promulgation de cette loi.

Son but est « d'acheter, gérer et liquider l'actif des National Banks fermées par ordre du Contrôleur de la Circulation, ou par décision de leurs administrateurs, ainsi que celui des State Banks adhérentes fermées par ordre des autorités locales ou par décision des administrateurs ; d'assurer les dépôts de toutes les banques qui ont le droit de bénéficier de cette assurance ».

La Federal Deposit Insurance Corporation est dirigée par un conseil d'administration de trois membres ; l'un de ceux-ci est le Contrôleur de la Circulation. Les deux autres sont nommés par le Président de la République avec l'assentiment du

Sénat, pour une période de six ans. Ils reçoivent un traitement annuel de 10.000 dollars. Deux administrateurs au maximum peuvent appartenir au même parti politique. La composition de ce conseil comporte deux points importants :

1° le gouvernement a voulu en faire un organisme supérieur aux partis et par conséquent les mettre à l'abri d'un changement politique qui risque de se produire tous les quatre ans ;

2° malgré ses attaches avec le Federal Reserve System, la direction de la Corporation reste indépendante ; jusqu'en 1937, elle peut assurer les dépôts de banques qui ne font pas partie du Federal Reserve System ; il n'y a donc pas assimilation complète des deux organismes ; il est néanmoins probable que l'esprit qui y présidera, ne sera guère différent de celui qui règne au Federal Reserve Board.

Le Conseil d'Administration de la Corporation en assure seul toute la direction. Celle-ci, à bien des égards, est assimilée à un organisme d'Etat ; elle a droit aux mêmes franchises que les différents services du gouvernement fédéral. Elle ne paye pas d'impôt.

Son capital est composé de trois éléments :

1° une somme de 150 millions de dollars est souscrite par la Trésorerie des Etats-Unis ; elle sera versée en tout ou partie sur demande du conseil d'administration ; elle portera intérêt au taux de 6 % l'an, sur le montant effectivement versé ;

2° les actions A sont souscrites par les banques assurées, adhérentes ou non au Federal Reserve System, pour un montant égal à $\frac{1}{2}$ % du total de leurs dépôts. Elles sont payables, moitié à la souscription, moitié sur appel du conseil d'administration. Elles sont d'un nominal de 100 dollars ; elles ont droit, soit à un dividende cumulatif de 6 % sur le montant effectivement versé, soit, si cela représente plus, à 30 % des

bénéfices nets de l'exercice. Les porteurs d'actions A n'ont aucun droit de vote aux assemblées d'actionnaires.

3° Les actions B sont souscrites par les douze banques de Réserve Fédérale, pour un montant égal à la moitié de leurs réserves au 1^{er} janvier 1933 ; elles sont payables moitié à la souscription, moitié sur appel du conseil d'administration. Elles n'ont droit à aucun dividende. Bien que le Banking Act n'en dise rien, on peut conclure que ce sont les porteurs d'actions B qui ont le droit de vote aux assemblées d'actionnaires. Mais celles-ci, si elles ont lieu, ne peuvent avoir qu'une importance toute théorique, étant donné que, d'après les statuts mêmes, tous les pouvoirs sont concentrés entre les mains du conseil d'administration.

La Corporation a le droit d'émettre des obligations d'un montant total égal à trois fois son capital ; celles-ci sont exemptes de tout impôt ou droit de timbre imposé par le gouvernement des Etats-Unis, ou par une quelconque autorité locale.

Le capital de départ de la société, bien qu'éminemment variable dans son principe même, est néanmoins très important. Sur les bases actuelles, il se chiffre à peu près comme suit :

1° 150 millions de dollars souscrits par le Trésor ;

2° le montant des actions A n'a pas été encore publié, mais on peut le calculer assez facilement : au 30 juin 1934, la Corporation assurait pour 35.800 millions de dollars de dépôts en banque. Sur la base de $\frac{1}{2}$ % cela représente une souscription de capital de 180 millions de dollars ;

3° les réserves des Federal Reserve Banks au 1^{er} janvier 1933 se montaient à tout près de 260 millions de dollars ; elles ont donc souscrit pour presque 130 millions de dollars d'actions B.

Le capital initial de la société est donc de 150 + 180 + 130, soit environ 460 millions de dollars. En y ajoutant le montant des obligations qu'elle a le droit d'émettre égal à trois fois ce capital, on voit que la Federal Deposit Insurance Corporation peut se procurer des disponibilités d'environ 1 milliard 840 millions de dollars. C'est une masse considérable, elle ne représente pourtant que 5 % du total des dépôts dans toutes les banques des Etats-Unis, adhérentes ou non au Federal Reserve System. Or, les statistiques officielles du Federal Reserve Board prouvent qu'en 1931, 2.298 banques aux Etats-Unis possédant 1 milliard 698 millions de dollars de dépôts ont fermé leurs guichets. Les chiffres analogues pour 1933 n'ont pas été publiés mais on constate que, du 31 décembre 1932 au 30 juin 1933, les dépôts dans l'ensemble des banques américaines sont tombés de :

41.643 millions de dollars

à 38.011 — — —

soit une diminution de 3 milliards 632 millions de dollars.

En faisant leurs parts à la thésaurisation et à la déflation qui ont réduit les dépôts des banques même les plus solides, on peut estimer entre deux et trois milliards la masse qui, durant l'année 1933, s'est trouvée immobilisée dans des banques insolubles.

Au cas où une crise bancaire comme celle du début de 1933 se produirait à nouveau, que pourrait faire la Federal Deposit Insurance Corporation ? Le pourcentage des dépôts qu'elle devrait rembourser dans les banques assurées est, d'après les calculs actuels d'environ 85 % ; en supposant qu'un certain nombre de banques représentant des dépôts de 2 milliards 500 millions de dollars ferment leurs guichets, c'est une somme de 2.125 millions de dollars que la Société d'Assurance aurait à décaisser ; ses ressources normales, mais non en tota-

lité liquides, sont inférieures à 1 milliard 900 millions de dollars. On verra plus loin qu'elle peut, dans certains cas faire appel à des ressources supplémentaires, mais il est raisonnable de considérer que celles-ci compenseront à peine la difficulté qu'elle aura à rendre liquide la totalité de ses ressources normales ; 1 milliard 900 millions est donc le grand maximum dont la Société d'Assurance pourra disposer pour combler un trou de 2.125 millions.

La Federal Deposit Insurance Corporation fonctionnera aisément tant que les événements économiques suivront un cours normal ; mais le jour où véritablement son intervention sera nécessaire, elle sera impuissante faute de ressources suffisantes ! Il ne lui restera qu'à invoquer l'assistance du gouvernement fédéral.

Il est possible qu'elle ne soit pas réduite à cette extrémité avant plusieurs années et il est intéressant d'étudier les détails de son fonctionnement.

Fonctionnement de la Federal Deposit Insurance Corporation

La Federal Deposit Insurance Corporation est, en principe, ouverte à toutes les banques des Etats-Unis, membres ou non du Federal Reserve System. Les banques adhérentes doivent obligatoirement faire parvenir leur souscription avant le 1^{er} juillet 1935 avec une attestation des autorités fédérales établissant que, d'après l'examen de leurs livres, elles sont dans une situation saine et capables de rembourser tous leurs créanciers.

Elles souscrivent un montant d'actions A du capital de la Société d'Assurance, égal à $\frac{1}{2}$ % du total de leurs dépôts. Le chiffre de cette souscription est, pour chaque banque, recalculé tous les ans. Les établissements nouvellement organisés

prennent pendant les douze premiers mois de leur existence une participation égale à 5 % de leur capital versé.

Si une banque adhérente se voit refuser son adhésion par la Société d'Assurance ou bien ne paye pas le montant de sa cotisation, elle sera d'office rayée du Federal Reserve System (s'il s'agit d'une State Bank) ou mise en liquidation (s'il s'agit d'une National Bank).

Toute banque non adhérente pourra participer dans les mêmes conditions à la Société d'Assurance et bénéficier des avantages qu'elle confère, à condition, à partir du 1^{er} juillet 1937, d'introduire une demande d'admission dans le Federal Reserve System. Sa non-admission entraînera obligatoirement son retrait de la Société d'Assurance.

Cette disposition est un moyen de pression pour obliger tous les établissements à s'affilier au Federal Reserve System.

Les banques assurées doivent obligatoirement l'indiquer sur leurs enseignes et sur leurs guichets ; celles qui ne le sont pas se trouvent forcément très désavantagées. Pratiquement d'ailleurs, la Société d'Assurance a recueilli auprès de la clientèle bancaire un accueil très encourageant ; sur 14.904 banques fonctionnant aux Etats-Unis au mois de juin 1934, 13.896 avaient donné leur adhésion au fonds provisoire qui doit, en juillet 1935, s'intégrer dans la société même (1).

Dans le même ordre d'idées, la direction de la Société d'Assurance a décidé d'étendre aux banques participantes, les limitations concernant les taux d'intérêt servis à la clientèle et prévus par le Banking Act pour les banques adhérentes. Par conséquent, toute banque dont les dépôts seront assurés, devra :

(1) Encore la Société a-t-elle perdu le 30 juin 1934, 188 adhérents qui se sont affiliés au fonds spécial d'assurance organisé par l'Etat de New-York.

1° ne pas payer d'intérêts sur les dépôts à vue ou sujets à un préavis inférieur à 30 jours ;

2° ne pas payer plus de, originellement, 3 % et maintenant $2\frac{1}{2}$ % d'intérêt sur un dépôt quelconque.

Si une State Bank, en vertu des lois locales, n'a pas le droit de souscrire à des actions de la Société d'Assurance, elle déposera chez celle-ci un montant égal au chiffre théorique de sa souscription et la Société d'Assurance assimilera ce dépôt à une souscription d'actions A.

Les actions A de la Federal Deposit Insurance Corporation sont intransmissibles et inaliénables.

Toute banque propriétaire de sa quote part d'actions A aura ses dépôts assurés ; elle est tenue de l'annoncer publiquement au moyen d'enseignes fournies par la Société d'Assurance elle-même ; aucune banque n'a le droit d'annoncer qu'elle a ses dépôts assurés si elle ne participe pas à la Federal Deposit Insurance Corporation. Quiconque tenterait d'utiliser dans sa raison sociale une formule susceptible d'induire en erreur le public, serait sévèrement puni.

Par dépôts assurés, il y a lieu d'entendre les faits suivants : Lorsqu'une banque, propriétaire d'actions A de la Société d'Assurance, aura fermé ses guichets, soit par décision des autorités fédérales, des autorités locales ou de son conseil d'administration, soit par impossibilité de répondre aux demandes de remboursements de ses clients, la Federal Deposit Insurance Corporation en sera nommée liquidateur par les autorités compétentes. Elle organisera immédiatement une nouvelle National Bank qui prendra à sa charge les dépôts assurés de l'ancienne banque.

Tout déposant titulaire d'un compte inférieur à 10.000 dollars sera intégralement crédité sur les livres de la nouvelle banque,

Tout déposant titulaire d'un compte supérieur à 10.000 dollars sera, sur les livres de la nouvelle banque : intégralement crédité du montant inférieur à 10.000 dollars, crédité de 75 % du montant compris entre 10.000 dollars et 50.000 dollars, crédité de 50 % du montant supérieur à 50.000 dollars.

Si un même individu est titulaire de plusieurs comptes, même sous des noms différents, ceux-ci seront groupés en un seul pour le calcul ci-dessus.

Les dépôts payables dans les bureaux installés à l'étranger de banques participantes à la Société d'Assurance, ne bénéficieraient pas des mesures ci-dessus.

Il y a lieu de remarquer que, dans le but d'accroître les pouvoirs des autorités fédérales, le Banking Act prévoit que, quelle que soit la forme de l'ancienne banque fermée, la nouvelle banque sera obligatoirement une National Bank.

La Société d'Assurance mettra immédiatement à la disposition de la nouvelle National Bank les disponibilités nécessaires pour faire face aux demandes de remboursements des déposants. Il lui sera bonifié un intérêt de 3 % sur les montants qu'elle ne retirera pas immédiatement, tant qu'elle les laissera en compte à la Société d'Assurance.

La nouvelle National Bank aura le droit de recevoir des dépôts comme une banque ordinaire, mais elle devra conserver ses disponibilités soit en espèces, soit en compte à la Federal Reserve Bank du district dont elle dépend, soit en obligations du Gouvernement Fédéral ; elle sera provisoirement dispensée d'acquérir sa quote-part d'actions de la Federal Reserve Bank, mais il lui faudra se soumettre à toutes les autres dispositions légales concernant les National Banks, notamment celles imposant le maintien obligatoire d'un certain pourcentage de réserves. Son administration sera provisoirement confiée à un représentant de la Société d'Assu-

rance. Elle n'aura, provisoirement, pas de capital, mais devra strictement limiter son activité à des opérations de dépôts de fonds.

Lorsque la Société d'Assurance le jugera opportun, elle pourra fixer le capital social avec lequel la nouvelle National Bank devra régulièrement se constituer, et pourra offrir les actions de la nouvelle banque au public ; un droit de préférence sera réservé aux actionnaires de la banque fermée : après souscription et versement de ce capital, et avec l'autorisation du Contrôleur de la circulation, les actionnaires nommeront un conseil d'administration qui prendra la direction de la banque aux lieu et place de la Société d'Assurance.

Si celle-ci ne parvient pas à réunir suffisamment de souscriptions, elle pourra offrir à une autre banque de la même ville d'absorber le nouvel établissement dans des conditions à débattre. Si, dans les deux ans qui suivent, la Société d'Assurance n'est pas parvenue à faire souscrire les actions de la nouvelle National Bank, ni à la faire absorber, elle la fermera et rendra leur argent aux déposants.

Quant à l'ancienne banque défailante, elle la liquidera de son mieux, en tenant compte des conditions économiques de la région où elle avait son siège, et en récupérant des actionnaires et des administrateurs les montants dont ceux-ci sont redevables. Elle se subrogera aux créanciers jusqu'à concurrence des montants pris en charge par la nouvelle National Bank ; sur le solde, elle se remboursera des frais de la liquidation et, s'il y a lieu, distribuera aux créanciers des dividendes supplémentaires jusqu'à extinction de leurs créances. Ce faisant elle devra agir comme l'aurait fait tout liquidateur intègre et dévoué.

Quand il s'agit de la liquidation d'une State Bank, si les lois locales interdisent à la Société d'Assurance d'agir comme

liquidateur, elle s'efforcera de concilier les dispositions ci-dessus avec les lois de l'Etat.

La Société d'Assurance ouvrira sur ses livres un compte unique intitulé « Assurance de dépôts ». Toutes les fois qu'elle agira comme liquidatrice d'une banque, elle fera une estimation immédiate de la valeur de réalisation de l'actif et du passif qu'elle reprend à sa charge ; elle portera au débit de ce compte la différence entre le passif et l'actif ainsi calculés, autrement dit la perte probable qu'elle aura à subir. Ce montant sera ultérieurement rectifié, d'après les résultats définitifs de la liquidation.

Au débit de ce compte sera aussi porté le coût individuel de chaque liquidation dont elle se chargera. Lorsque le solde débiteur de ce compte aura atteint un montant égal à 1/4 % du total des dépôts (d'après la dernière évaluation) de toutes les banques assurées, la Société d'Assurance réclamera à chacune de celles-ci une contribution égale à 1/4 % du montant de leurs dépôts. Cette contribution lui permettra de solder le compte : « Assurance de dépôts. » Pour éviter que cette demande ne reste inopérante, le Banking Act interdit aux banques récalcitrantes de distribuer le moindre dividende avant de s'être acquittées de cette dette. Malgré cette précaution, la perception rapide de cette contribution, surtout dans une période de crise, n'en demeure pas moins aléatoire.

La Federal Deposit Insurance Corporation n'est pas seulement un organisme destiné à mettre les déposants à l'abri des faillites bancaires futures, sa charte contient également certaines clauses qui ont une utilité immédiate et qui sont destinées à apporter un soulagement rapide à la crise économique pesant sur le pays.

La Federal Deposit Insurance Corporation a la faculté d'employer une partie de ses disponibilités à venir en aide aux

banques adhérentes fermées en mars 1933 et non encore réouvertes, soit en faisant aux liquidateurs des avances gagées par l'actif recouvrable, mais non encore recouvré, soit même plus directement en se substituant à ceux d'entre eux qui n'ont plus les disponibilités nécessaires pour continuer la liquidation.

Pour ces opérations, l'action de la Federal Deposit Insurance Corporation doit se combiner avec celle de la Reconstruction Finance Corporation. On a vu précédemment qu'un des buts de celle-ci a été de souscrire des actions privilégiées des banques de façon à leur permettre d'élargir leur trésorerie. Pour coordonner l'action des deux corporations, le Président Roosevelt a créé, le 23 octobre 1933 (1) un Deposit Liquidation Board. A ce moment il y avait encore sans doute de 1 milliard $\frac{1}{2}$ à 2 milliards de dollars bloqués dans des banques fermées en mars 1933 et non autorisées à reprendre les opérations. « Or, dit-il, en exposant au Président de la Reconstruction Finance Corporation les raisons d'être de ce nouvel organisme, la libération de dépôts gelés mettra de l'argent dans les mains de milliers d'individus qui en ont un besoin urgent pour vivre, et rendra un fonds de roulement et un crédit aux commerçants et aux fermiers dans le pays tout entier. Le programme de distribution des dépôts gelés est le point essentiel de notre plan de redressement économique ». Le Président compte que le Deposit Liquidation Board pourra remettre en circulation au moins un milliard de dollars. Ce faisant, d'ailleurs, le Federal Deposit Insurance Corporation sort de son rôle de Société d'Assurance bancaire ; elle devient, comme beaucoup d'autres organismes, un instrument d'inflation aux mains des autorités de Washington.

(1) V. Bulletin du Federal Reserve Board de nov. 1933, p. 673.

La Federal Deposit Insurance Corporation était en principe destinée à entrer en vigueur le 1^{er} juillet 1934, car son organisation demandait une certaine période d'études et de préparation. Au mois de juin 1934, une loi nouvelle a reporté au 1^{er} juillet 1935 le début de ses opérations.

Le fonds provisoire d'assurance

En vue de parer au plus pressé, le Banking Act de 1933 a créé, dans le cadre de la Federal Deposit Insurance Corporation, un organisme plus simple, le Federal Deposit Insurance Fund qui a commencé à fonctionner dès le 1^{er} janvier 1934. Il devait se terminer pour les banques admises définitivement le 1^{er} juillet 1934. Sa durée a été prolongée d'un an. Pour la commodité de l'exposé, nous le désignerons dans ces pages sous le nom de Fonds d'Assurance. Comme pour la Société elle-même, son but est l'assurance des dépôts bancaires ; comme elle, il est ouvert à toutes les banques, adhérentes ou non au système de Réserve Fédérale ; mais, tandis que les banques adhérentes y sont admises d'office, les autres doivent prouver qu'elles se trouvent dans une situation saine. Toutes ont dû communiquer au moment de leur admission le nombre de leurs déposants et le montant des dépôts assurés. Elles contribuent au fonds pour un montant représentant $\frac{1}{2}$ % du total de leurs dépôts. Cette contribution est payable 50 % comptant, 50 % sur appel du conseil d'administration. Les garanties données sont beaucoup plus faibles que celles prévues pour la Société. Le Fonds d'Assurance ne garantit les déposants que pour des montants inférieurs à 2.500 dollars du 1^{er} janvier au 1^{er} juillet 1934, et à 5.000 dollars du 1^{er} juillet 1934 au 1^{er} juillet 1935. En cas de besoin, il peut demander aux banques une contribution supplémentaire, égale à leur contribution originale.

Le Fonds d'Assurance sera liquidé le 30 juin 1935, en ce qui concerne les banques adhérentes ou les banques admises à titre définitif dans la Société d'Assurance. Il pourra continuer jusqu'au 1^{er} juillet 1937 pour les autres ; mais, à cette date, les banques qui voudront en bénéficier devront obligatoirement demander leur admission dans le Federal Reserve System.

Ce fonds provisoire n'est pas seulement aux yeux de l'administration, un instrument destiné à préparer l'entrée en activité définitive de la Federal Deposit Insurance Corporation. Son but est également de permettre le contrôle des autorités fédérales sur toutes les State Banks qui jusqu'à présent y échappaient. Dans la lettre déjà citée plus haut que le Président Roosevelt adressait à M. Jesse H. Jones, président de la Reconstruction Finance Corporation, est exposé l'intérêt qu'il voyait à faire souscrire par la Reconstruction Finance Corporation des actions privilégiées des banques non adhérentes afin de leur donner une base financière plus solide et leur permettre de participer au Fonds provisoire d'Assurance. Or, celles-ci, pour y avoir droit doivent faire connaître de façon précise leur situation. « C'est une occasion splendide, dit le Président, de donner à ces banques un fonds de roulement suffisant. Il est reconnu que le gouvernement fédéral n'a aucun contrôle sur les State Banks non adhérentes au Federal Reserve System. Nous allons avoir notre premier contact officiel et général avec elles, depuis le moratoire bancaire, grâce à la nouvelle Federal Deposit Insurance Corporation. Nous désirons que ce contact profite aux banques et aux communautés qu'elles desservent ; à cette occasion, nous allons étudier avec elles la question de savoir si leurs capitaux respectifs sont suffisants. Nous voulons qu'elles soient à même de remplir leur tâche, et si elles peuvent logiquement faire usage de

capitaux supplémentaires, nous ferons tout ce qui est humainement possible pour qu'elles l'obtiennent. En d'autres mots, l'assurance des dépôts nous donnera une occasion non seulement de protéger les déposants, mais aussi de rendre plus efficace tout notre système bancaire. Ce faisant, nous mettrons dans notre jeu un atout puissant et indispensable pour hâter le redressement économique ».

Ce ne sont pas là des paroles en l'air : cinq jours après réception de la lettre ci-dessus, un comité spécial fonctionnait à la Reconstruction Finance Corporation pour mettre en œuvre ce programme. Douze inspecteurs spéciaux étaient envoyés dans les douze villes de Réserve Fédérale ; quarante-huit inspecteurs locaux étaient désignés dans les 48 Etats de l'Union, avec mission de coopérer avec les autorités locales et les principaux banquiers non adhérents, et de s'efforcer d'amener le plus grand nombre possible de State Banks à participer au Fonds provisoire d'Assurance. Ce vaste effort de propagande a porté ses fruits : au 30 juin 1934, sur 8.629 State Banks existantes et ouvertes, 7.521 avaient leurs dépôts assurés. Le résultat obtenu est d'autant plus intéressant que les banques pourront difficilement renoncer par la suite à l'assurance de leurs dépôts, ce qui les amènera forcément à partir de 1937 à adhérer au Federal Reserve System.

Dans son fonctionnement, la Federal Deposit Insurance Corporation tient à la fois du principe étatiste et du principe mutualiste ; elle tient du premier par la contribution importante que le gouvernement fédéral a prise dans la constitution de son capital et par l'obligation qui est faite à toutes les banques adhérentes d'y participer ; par contre, elle se rapproche du principe mutualiste dans la mesure où les banques non adhérentes peuvent librement en bénéficier.

Valeur du principe de l'assurance des dépôts

Il est probable que, sans la pression des autorités fédérales, les participations volontaires eussent été assez peu nombreuses. Les grandes banques privées non intégrées dans le Federal Reserve System jouissent auprès de leur clientèle d'un crédit supérieur à celui des plus importantes parmi les National Banks, et la participation à la Federal Deposit Insurance Corporation n'aurait rien ajouté à leur prestige. Quant aux autres, elles n'eussent sans doute pas été à même d'étaler une situation suffisamment saine, sans l'assistance de la Reconstruction Finance Corporation.

Il n'est donc pas exagéré de prétendre qu'elle est beaucoup plus une charge nouvelle imposée aux banques saines et liquides, qu'une protection pour l'épargne.

On a vu que, malgré l'importance apparente des capitaux mis à sa disposition, ceux-ci s'avéreraient insuffisants en cas de crise économique grave. L'expérience prouve que l'assurance des dépôts bancaires est un mythe plus qu'une réalité.

L'idée d'une garantie des dépôts bancaires n'est pas une nouveauté introduite par le régime Roosevelt (1). Ses premières manifestations remontent en effet aux environs de 1893. Cette année-là avait été marquée par une crise économique effroyable : d'abord limitée aux compagnies de chemins de fer qui avaient pris un développement incompatible avec l'évolution du pays, celle-ci s'était rapidement étendue aux autres organes de l'économie américaine et les faillites bancaires avaient été nombreuses. De la crise était né, surtout dans les Etats du Middle West, un mouvement aujourd'hui

(1) V. Thomas Bruce ROBB, *The guaranty of Bank Deposits-Houghton Mifflin Company*, New-York, 1921.

oublié connu sous le nom de « Populisme ». Il recrutait ses partisans parmi les ouvriers et les fermiers et réclamait une réforme générale de l'Etat au profit des humbles et des malheureux de ce monde ! Tout comme les disciples de M. Roosevelt en 1933, ils faisaient confiance à la puissance des lois pour réformer l'organisation économique de la nation. La protection des dépôts bancaires était un des articles de leur programme. Ils essayèrent de la faire admettre par les législations de différents Etats de l'Ouest ; dans le Kansas, leur projet adopté par le Sénat, ne fut rejeté à la Chambre des Représentants que par une minorité de quatre voix. Mais la crise économique s'atténuait graduellement et, après les élections de 1896, le parti populiste disparut de l'horizon politique.

Il faut attendre 1907 pour entendre de nouveau parler de la garantie des dépôts bancaires. Cette année avait été marquée par une nouvelle crise économique qui avait, elle, également, débuté dans les chemins de fer, s'était rapidement étendue à l'industrie métallurgique et minière et avait finalement entraîné des « runs » sur de nombreuses banques. Les National Banks, plus étroitement surveillées, avaient mieux résisté à la tempête que les State Banks ; c'est donc dans les législations d'Etat que l'on voit apparaître les projets d'assurance des dépôts des banques. La première loi de ce genre fut définitivement votée le 13 décembre 1907, dans l'Etat tout nouvellement constitué de l'Oklahoma. Elle était obligatoire pour toutes les State Banks de l'Etat et était, dans ses principes, analogue à la loi fédérale de 1933. Elle ne s'appliquait pas aux National Banks. Elle eut à son début un grand succès, fut une excellente publicité pour les State Banks de l'Oklahoma, attira les capitaux et obligea les Etats voisins à adopter des lois similaires ; c'est ce que fit le Kansas en janvier 1909,

le Nebraska en mars 1909, le Texas en avril 1909. Mais le mouvement rencontra quelques oppositions et ne s'étendit pas plus loin. Il reprit pourtant plusieurs années plus tard et divers Etats adoptèrent des lois de ce genre, le South Dakota en 1915, le Mississipi en 1914, le Washington et le North Dakota en 1917. Toutes les législations se ressemblent entre elles et ne diffèrent guère des dispositions du Banking Act de 1933.

Au début, elles inspirèrent confiance au public, les défaillances bancaires s'en trouvèrent diminuées et elles purent tenir leurs premiers engagements ; parfois cependant ces sauvetages exigèrent des contributions onéreuses des autres banques assurées ; c'est l'Oklahoma qui subit les attaques les plus sérieuses. Dès 1909, le fonds d'assurance était incapable de tenir ses engagements et de rembourser les déposants de la Colombia Bank and Trust Company qui avait fermé ses portes ; grâce à l'aide des autorités, et surtout à un certain nombre d'expédients, il fit patienter le public et réussit peu à peu à obtenir les disponibilités nécessaires mais il resta endetté jusqu'en 1920. Après quelques années d'expérience, tous ces systèmes locaux de garantie bancaire durent être abandonnés (1).

La Federal Deposit Insurance Corporation doit donc finalement se rapprocher des dispositions du Banking Act que l'on a étudié précédemment ; elle est un moyen indirect pour le gouvernement de Washington de contrôler l'activité des banques qui ne sont pas englobées dans le Federal Reserve System et de les y amener dans la suite. Elle fait partie de la tendance centralisatrice légitime qui se manifeste tout au long du Banking Act ; mais elle témoigne également de la tendance étatiste plus dangereuse et plus discutable qui inspire le gouvernement fédéral actuel depuis son arrivée au pouvoir.

(1) *Financial Chronicle*, le 17 juin 1933, p. 4.133.

CHAPITRE VIII

Le Banking Act

Mesures de réorganisation intérieure

Le Banking Act est un texte touffu : en dehors des réformes capitales qui ont été groupées dans les quatre chapitres précédents, il contient un certain nombre de dispositions qui, sans entraîner des transformations radicales, modifient nettement la structure du Federal Reserve System. Les plus importantes sont les suivantes :

Suppression de la double responsabilité des actionnaires des National Banks

Jusqu'au 16 juin 1933, les actionnaires d'une National Bank étaient, vis-à-vis des déposants, responsables non seulement du montant nominal de leurs titres, mais encore d'une somme équivalente supplémentaire. Autrement dit, si une National Bank dont les actions avaient été entièrement libérées fermait ses guichets, et si la liquidation ne permettait pas le remboursement intégral des créanciers, les actionnaires étaient tenus de verser des contributions jusqu'à concurrence du montant nominal de leurs actions. Cette prescription était d'une application difficile, car aussitôt que le liquidateur d'une ban-

que essayait de récupérer ces montants, les actionnaires devenaient introuvables. C'était une gêne pour les actionnaires honnêtes, sans être une garantie pour les déposants. De plus, cette clause perdait une partie de sa raison d'être à partir du jour où les déposants étaient assurés en cas de défaillance de la banque. Le Banking Act (art. 22) a donc purement et simplement supprimé le principe de la double responsabilité pour les actions des National Banks émises après le 16 juin 1933.

*Contrôle des relations des Federal Reserve Banks
avec l'étranger*

La Federal Reserve Bank de New York a toujours occupé une place plus importante que les onze autres Reserve Banks ; c'est elle qui contrôlait le marché monétaire sur la place de New York et comme celui-ci était de beaucoup le plus considérable des Etats-Unis, elle avait une influence décisive sur la politique monétaire du pays tout entier. Elle a toujours entretenu des relations étroites avec les grands instituts d'émission européens ; ce sont ses dirigeants et non ceux du Federal Reserve Board qui, toutes les fois que l'occasion s'en est présentée, ont engagé des négociations avec les représentants soit de la Banque de France, soit de la Banque d'Angleterre. La Federal Reserve Bank de New York, en 1925, contrairement aux autres banques de Réserve Fédérale, a maintenu son taux d'escompte relativement bas de façon à faciliter le retour de la Grande-Bretagne à l'étalon-or. C'est également d'accord avec la Federal Reserve Bank de New York que la France a réalisé sa stabilisation monétaire et a, dans la suite, maintenu à New York jusqu'en 1931, des réserves importantes. C'est par une entente directe entre le Federal Reserve Bank de New York et la Banque de France que cette dernière, après l'abandon de

l'étalon-or par l'Angleterre a progressivement retiré les disponibilités qu'elle y avait conservées depuis plusieurs années à des taux d'ailleurs rémunérateurs. La politique de la Federal Reserve Bank de New York était généralement établie de concert avec le Federal Reserve Board. Elle s'inspirait néanmoins de la tendance internationale, aux dépens des intérêts propres des Etats-Unis.

Le Banking Act (art. 10) dans l'espoir d'éviter à l'avenir de pareilles erreurs, interdit aux Federal Reserve Banks de négocier directement avec des banques étrangères. Tout accord existant au 16 juin 1933 entre une banque de Réserve Fédérale et une banque ou un groupe de banques étrangères sera communiqué au Federal Reserve Board ; celui-ci devra être également informé de toute transaction importante qui sera faite à l'étranger.

Lorsqu'une banque de Réserve Fédérale entamera des pourparlers avec une banque étrangère, elle obtiendra préalablement l'autorisation du Federal Reserve Board qui se réservera le droit de déléguer un ou plusieurs représentants pour assister aux négociations. Si ces pourparlers aboutissent à un accord ou une entente quelconque verbale ou écrite, communication en sera faite au Federal Reserve Board et les résultats devront pouvoir en être étendus sans difficulté aux autres Federal Reserve Banks.

Modifications des règles de répartition des bénéfices des Federal Reserve Banks

Avant le vote du Banking Act, les bénéfices des Federal Reserve Banks étaient répartis comme ceci :

1° un dividende cumulatif de 6 % aux actionnaires ;

2° le solde était viré au compte de réserve jusqu'à ce que celui-ci ait atteint un montant égal au capital, après quoi il était réparti à raison de :

10 % au compte de réserve ;

90 % au gouvernement des Etats-Unis.

Désormais, les actionnaires continueront à avoir droit à un dividende cumulatif de 6 %, mais le solde sera dans tous les cas affecté intégralement au compte de réserve.

Malgré les apparences, le gouvernement fédéral ne perd guère à cette modification ; les réserves des Banques Fédérales avaient en effet atteint des montants très élevés, exactement 278 millions de dollars, mais celles-ci se sont trouvées brusquement réduites de moitié, en raison de la souscription des Federal Reserve Banks aux actions B de la Federal Deposit Insurance Corporation. Il aurait donc fallu attendre encore quelques années avant que les réserves soient reconstituées à 100 % du capital et que le gouvernement fédéral ait de nouveau droit à une part des bénéfices.

Depuis sa mise en vigueur, le Federal Reserve System avait payé une contribution tous les ans au gouvernement des Etats-Unis, sauf en 1914, 1915, 1916, 1918 et 1931. La totalité des versements effectués s'était élevée, depuis l'origine à 149.138.000 de dollars, dont 120 millions de dollars pour les seules années 1920 et 1921. Par la suite les contributions avaient été relativement faibles.

*Obligation de la juridiction fédérale pour tous les procès
où une Federal Reserve Bank est engagée*

L'art. 15 du Banking Act prévoit que tout procès où une Federal Reserve Bank est engagée devra en principe être jugé par un tribunal fédéral et non par un tribunal d'Etat. Lors-

qu'une Federal Reserve Bank sera assignée devant un tribunal d'Etat elle pourra légitimement invoquer l'incompétence de celui-ci.

Cette disposition est la conséquence logique de plusieurs dispositions du Banking Act qui mettent en conflit les lois des Etats avec le Federal Reserve Act, ou avec les instructions du Federal Reserve Board (taux maximum des intérêts, désignation d'un liquidateur pour une banque d'Etat, etc.). Il est important que, dans tous les cas, le dernier mot reste aux autorités fédérales.

Création de l'Open Market Committee

La surveillance du marché du crédit est, par la force des choses, devenue une des principales préoccupations du Federal Reserve Board. Rien, au moment de l'élaboration du Federal Reserve Act, ne laissait prévoir l'importance que prendraient les opérations sur le marché libre. C'est sous la pression des événements et pour empêcher les Federal Reserve Banks de semer le désordre sur le marché monétaire, que l'assemblée annuelle des gouverneurs décida en 1922 de créer un « Comité des Opérations de Placements sur le marché libre ». Son rôle, originellement limité à l'exécution des ordres d'achats et de ventes des Banques de Réserve, s'était graduellement étendu ; il était devenu la « Conférence des opérations de Placements sur le marché libre » ; celle-ci comprenait les gouverneurs des douze Federal Reserve Banks et élisait dans son sein un comité permanent de 5 membres qui surveillait l'exécution de ses décisions dans l'intervalle des sessions. Mais la conférence n'avait toujours pas de réunions régulières et son existence n'était consacrée par aucun texte législatif.

L'article 8 du Banking Act qui crée un Comité Fédéral du Marché Libre (Federal Open Market Committee) ne fait donc que consacrer un état de choses existant, et cette reconnaissance officielle ne changera sans doute rien dans l'organisation actuelle du système bancaire américain.

Le Comité du Marché Libre est composé de douze membres représentant les douze districts fédéraux de Réserve. Le Conseil d'administration de chacune des banques de Réserve nomme chaque année son représentant. Le Comité se réunit au minimum quatre fois par an, et plus souvent si nécessaire, sur convocation du Federal Reserve Board ou sur demande de trois de ses membres. Les membres du Federal Reserve Board ont le droit d'assister à ces réunions.

Son rôle est de prendre en considération les besoins du commerce et de l'industrie, la situation du pays au point de vue du crédit, et de faire au Federal Reserve Board les recommandations qu'il juge bonnes pour la conduite de la politique du marché libre. Le Federal Reserve Board ne prendra aucune décision sans en avoir préalablement référé au Comité du Marché Libre ; celui-ci est donc essentiellement un organisme « consultatif ».

L'organe de décision reste le Federal Reserve Board.

L'organe d'exécution est le « Comité exécutif » composé de cinq membres choisis tous les ans dans son propre sein par le Comité Fédéral du Marché Libre dont le rôle est de :

1° Faire sur le marché libre les achats et les ventes décidés par le Federal Reserve Board.

2° Répartir entre les Federal Reserve Banks, les titres achetés et détenus pour leur compte. Ces allocations sont, selon les circonstances, ajustées de temps à autre de façon à :

a) permettre à chaque Banque de Réserve de conserver des réserves suffisantes et non superflues ;

b) égaliser autant que faire se peut les bénéfices que chacune des banques peut retirer de l'opération.

3° Tenir le Federal Reserve Board, et chacune des banques de Réserve au courant des opérations effectuées et de la répartition des titres.

En principe, les décisions prises par le Federal Reserve Board, en ce qui concerne la politique du marché libre, engageront les douze banques de Réserve. Si l'une d'elles désire ne pas participer à une opération quelconque, elle devra en aviser par écrit le Federal Reserve Board, dans les 30 jours qui suivront la notification de la décision. Faute d'un avis spécifique et contraire, toute banque de Réserve sera considérée comme consentante.

Les Federal Reserve Banks n'achèteront ou ne vendront pas de titres du gouvernement fédéral sur le marché libre, sans l'accord du Federal Reserve Board, sauf en cas d'urgence, pour venir en aide à un établissement bancaire de leur district. Mais, dans ce cas, elles en aviseront d'urgence le Federal Reserve Board qui pourra, s'il l'estime préférable, compenser aussitôt l'opération. Elles conservent le droit d'acheter des certificats de la Trésorerie Fédérale à très court terme, à condition que l'opération ne s'étende pas sur plus de sept jours.

Elles peuvent acheter ou vendre sur le marché libre des titres autres que des obligations du gouvernement à condition:

- 1° d'en aviser journellement le Federal Reserve Board ;
- 2° de s'être assurées que ces achats sont autorisés par les règlements en vigueur, et ne portent pas sur des titres libellés en monnaies étrangères.

- 3° d'avoir obtenu l'autorisation préalable du Federal Reserve Board s'il s'agit de transferts télégraphiques ;

- 4° de se limiter à des opérations normales et courantes qui

ne risquent pas d'affecter dans un sens ou un autre la situation financière et économique du pays.

Ces prescriptions confirment la prétention du Federal Reserve Board de contrôler directement le volume du crédit mis à la disposition de l'économie nationale, mais pratiquement elles ne font que consolider des coutumes établies et respectées depuis déjà plusieurs années.

Modification de la durée des fonctions des membres du Federal Reserve Board

Jusqu'en 1933, les six membres du Federal Reserve Board étaient nommés par le Président de la République pour dix ans, à quelque date qu'ils entrassent en fonction. En vue d'amener un renouvellement plus régulier et moins brutal de la composition du Federal Reserve Board, les six membres seront nommés par le Président pour des périodes égales ou inférieures à douze ans, de telle façon qu'il ne soit pas prévu plus d'un renouvellement tous les deux ans. C'est donner au Board un caractère de perennité et éviter que sa composition ne soit trop intimement liée aux fluctuations fréquentes de la politique intérieure.

Présidence du Federal Reserve Board

Le Federal Reserve Act de 1913 prévoyait que le Secrétaire du Trésor serait d'office président du Federal Reserve Board. Le Banking Act ajoute qu'en son absence, le gouverneur ou à défaut de celui-ci le sous-gouverneur prendrait la présidence. En l'absence simultanée de ces trois personnages, le Federal Reserve Board choisirait dans son sein un de ses membres pour les remplacer.

Siège du Federal Reserve Board

L'ancienne loi prévoyait que le Federal Reserve Board aurait ses bureaux à la Trésorerie des Etats-Unis. Pour manifester son indépendance vis-à-vis du Secrétaire du Trésor, le Banking Act prévoit simplement que ceux-ci seraient installés dans le district de Colombia.

Dépenses et ressources du Federal Reserve Board

Ce sont les Federal Reserve Banks qui, proportionnellement à leur capital et leurs réserves, subviennent aux dépenses du Federal Reserve Board. Lui seul sera maître d'en fixer les montants, les époques et les paiements, à condition de rester dans le cadre du Federal Reserve Act. Il pourra laisser les fonds dont il dispose en dépôt dans les Federal Reserve Banks : ceux-ci ne sont pas considérés comme des fonds publics.

Conclusion

Il est incontestable que le Banking Act étend les droits de contrôle du Federal Reserve Board sur l'ensemble de l'organisme bancaire des Etats-Unis. Répond-il au but annoncé dans son texte même : « Garantir un usage plus sûr et plus efficace des ressources des banques ? » Tout dépendra comment le Federal Reserve Board comprendra son rôle et utilisera les pouvoirs qui lui ont été conférés ; les mesures destinées à augmenter la « sûreté » des dépôts en banque nous ont semblé sans grande portée pratique. Par contre, le Federal Reserve Board a déjà fait usage de ses pouvoirs pour inciter les ban-

ques à offrir au public les disponibilités abondantes et par là hâter la reprise économique. L'expérience seule montrera s'il peut parvenir à atteindre ces deux buts à la fois :

servir l'industrie et le commerce national

et mettre les déposants à l'abri des faillites bancaires.

CHAPITRE IX

Autres lois bancaires

Le Code d'honnête concurrence des banquiers

Le National Recovery Act, le fameux N. R. A., a été promulgué par le Président Roosevelt le 16 juin 1933. Il n'a rien d'une loi bancaire ou monétaire ; c'est un texte d'une portée absolument générale ; directement, il n'a rien à voir dans une étude consacrée à la monnaie et aux banques ; mais le N. R. A. a prévu que tous ceux, employeurs et employés, qui exercent un même métier, doivent s'entendre pour se donner à eux-mêmes une charte professionnelle. Or, les banquiers forment une corporation parfaitement délimitée ; ils ont fait, pour un jour, abstraction de leurs rivalités professionnelles et, réunis sous les auspices de l'« American Bankers Association », ils se sont donné un « Code d'honnête concurrence » (Code of fair competition for bankers). Celui-ci a été soumis à la National Recovery administration, puis au Président de la République qui l'a signé et lui a donné force de loi le 16 octobre 1933.

Le code s'applique à toutes les banques : National Banks, State Banks, banques d'épargne, compagnies fiduciaires (trust companies) et même aux banquiers privés ; c'est la seule loi

américaine qui soit commune à tous ces organismes, régis en leur activité propre par de multiples textes différents. Il traite successivement des conditions générales de travail, des associations professionnelles, et des honnêtes pratiques commerciales. Une annexe est consacrée aux « trust institutions ».

Le code reconnaît officiellement aux employés le droit de se réunir en syndicats qui pourront discuter, au nom du personnel, avec les employeurs, les conditions de travail. L'emploi de jeunes gens au-dessous de 16 ans est interdit. La durée moyenne maxima de présence des employés est de 40 heures par semaine. Cette limite peut-être dépassée dans certaines circonstances exceptionnelles et bien définies. Elle ne s'applique pas aux personnes travaillant dans un établissement situé dans une ville de moins de 2.500 habitants et n'occupant que deux salariés au plus. Elle n'est pas non plus valable pour les directeurs ou chefs de service recevant un salaire de plus de 35 dollars par semaine.

Les salaires minima sont de :

12	dollars par semaine dans les villes de moins de	2.500 hab.
14	— — — — —	250.000 hab.
14 ⁵⁰	— — — — —	500.000 hab.
15	— — — — —	de plus de 500.000 hab.

Il ne peut y avoir plus de 1 apprenti par 20 employés et il reçoit 80 % du minimum de salaire prévu dans sa catégorie.

L'application du code est confiée à un comité de 16 membres, dont 15 représentent les membres de l'American Bankers Association, et 1 les banquiers qui n'en font pas partie. Les associations locales de banquiers organisent dans des conditions similaires des comités régionaux.

Dans chaque ville, les banques s'entendent pour fixer d'un commun accord les heures maxima d'ouverture. Chacune,

individuellement, n'a pas besoin de rester ouverte pendant tout le temps fixé, mais elle ne devra en tous les cas pas le dépasser. Ce maximum d'heures d'ouverture ne sera pas plus élevé que les heures actuelles d'ouverture de la majorité des banques.

Au point de vue « taux d'intérêt », les banques adhérentes ou non adhérentes se conformeront aux règles en usage à l'intérieur du Federal Reserve System. Elles ne serviront donc pas d'intérêt sur les dépôts à vue. Les associations locales s'entendront pour mettre en vigueur un tarif uniforme de frais de banque.

Une annexe du code est consacrée aux « trust institutions », c'est-à-dire aux organismes chargés de liquider les successions, gérer les biens des incapables, agir dans certains cas en tant que représentants des individus, sociétés, associations, institutions charitables et philanthropiques. Cette partie contient surtout des prescriptions morales ; elle recommande aux directeurs des trust institutions de donner à chaque client une attention personnelle et spéciale, d'être discrets, de bien défendre les intérêts des bénéficiaires, de se montrer prudents et conservateurs. Les décisions concernant l'emploi des capitaux qui leur sont confiés, devront être prises par un comité de direction.

Ce code d'honnête concurrence n'affecte en rien l'organisation bancaire des Etats-Unis, mais, s'il est bien appliqué, il facilitera son fonctionnement en empêchant les banques de se faire une concurrence coûteuse et inutile.

*La loi autorisant les avances directes
des Federal Reserve Banks à l'industrie*

Les intentions du Gouvernement fédéral, en faisant le Banking Act, étaient doubles et, dans une certaine mesure,

contradictoires. Il désirait assurer la sécurité des déposants et mettre à la disposition des producteurs des disponibilités abondantes. L'un des buts fut forcément manqué. Les banques furent très prudentes, plus prudentes peut-être que ne le désirait le gouvernement de Washington ; elles se montrèrent plus strictes que jamais dans l'octroi de leurs crédits. C'est à leur sévérité que l'on attribua la lenteur de la reprise économique.

Le Président Roosevelt voyant que, malgré les moyens de pression dont il disposait, il ne parvenait pas à décider les banquiers à encourager l'industrie languissante, décida d'agir directement et, pour réaliser ses fins, se servit des Federal Reserve Banks qui n'avaient jusqu'alors été que les banques des banques ; une loi, promulguée le 19 juin 1934, donc un an après le Banking Act, les autorisa à faire des avances directes aux industriels.

Techniquement, la nouvelle loi se présente comme une simple modification du Federal Reserve Act, du Reconstruction Finance Corporation Act, et de quelques autres lois moins importantes ; pratiquement, sa portée est beaucoup plus grande.

Les avances pourront se faire, *soit directement aux industriels intéressés, soit indirectement par l'intermédiaire de Sociétés de financement.*

Dans le premier cas, la Federal Reserve Bank pourra, soit consentir des avances pour une durée inférieure à cinq ans, soit acheter des obligations à échéance de cinq ans au plus. L'entreprise industrielle ou commerciale emprunteuse devra avoir son siège dans le district de la Federal Reserve Bank ; elle adressera à celle-ci une demande expliquant quelles circonstances exceptionnelles l'amènent à avoir besoin de cette avance, pourquoi elle n'a pu obtenir l'assistance qu'elle était

en droit d'espérer des autres banques ou institutions de crédit existantes auxquelles elle aurait dû logiquement s'adresser en premier ; elle devra faire la preuve que ces sommes sont destinées à lui fournir un fonds de roulement indispensable à sa bonne marche, et que sa situation est saine.

Ces mêmes facilités pourront être accordées aux producteurs par l'intermédiaire de sociétés de financement. Par cette appellation, il faut entendre toute banque, société hypothécaire ou société de crédit faisant à l'industrie et au commerce des avances ayant le même but que celles consenties directement par les Federal Reserve Banks. Les facilités à consentir aux sociétés de financement se feront sous la forme d'escompte ou d'achat de leurs obligations ou d'ouverture de crédits gagés. La durée en sera également limitée à cinq ans. Il appartiendra à la Federal Reserve Bank de s'assurer que les prêts ont bien pour but de fournir un fonds de roulement à une entreprise industrielle ou commerciale, et que la situation financière des émetteurs et endosseurs successifs des obligations est saine.

La Société de financement devra accepter de conserver à sa charge au moins 20 % de la perte éventuelle.

Les demandes d'avances, soit directes, soit indirectes, sont examinées par un « Comité consultatif industriel » adjoint à chacune des Federal Reserve Banks. Ce comité, créé par la même loi, est composé de cinq membres, industriels notoires, installés dans le district et désignés par le conseil d'administration de chaque Federal Reserve Bank avec l'approbation du Federal Reserve Board. Ils sont nommés pour un an, doivent avoir une activité industrielle personnelle et ne sont pas rémunérés. Ce comité examine toutes les demandes d'avances industrielles qui parviennent à la Federal Reserve Bank, et donne son avis ; il ne prend aucune décision.

Il s'agit donc en l'occurrence de faire aux entreprises un crédit à moyen terme, pour lequel aucun organisme existant n'était approprié ; les banques commerciales ne veulent pas prendre de risques d'une durée aussi longue en contre-partie des dépôts généralement remboursables à court terme ; d'autre part, les frais d'une émission d'actions ou d'obligations, vu l'étroitesse actuelle du marché, sont trop élevés pour pouvoir être amortis en cinq ans. En outre, ces facilités s'adressent surtout aux petites et moyennes entreprises qui n'ont pas d'organisation financière.

Les taux d'intérêt appliqués varient selon les Federal Reserve Banks ; ils sont de 4 à 6 % pour les avances directes, de 3 à 5 % pour les avances par l'intermédiaire de sociétés de financement.

Le maximum des avances à consentir ne doit pas dépasser le total des réserves des Federal Reserve Banks, soit environ 280 millions de dollars ; mais, chaque fois qu'une avance est remboursée, la marge autorisée se trouve augmentée d'autant.

Dès le mois de juillet, les autorités fédérales ouvrirent une active campagne pour inciter les industriels à demander des ouvertures de crédit. Toutes les banques et un grand nombre d'industriels reçurent le texte de la nouvelle loi et des instructions correspondantes émises par le Federal Reserve Board ; des explications complémentaires furent données par circulaires, conférences ou allocutions radiodiffusées.

Le 12 septembre, soit deux mois et demi après la mise en application de la loi, les Federal Reserve Banks avaient reçu 2.800 demandes d'ouvertures de crédit ; sur ce total, 1.300 avaient été immédiatement refusées, 1.312 conservées en suspens, et 178 représentant un total de 8 millions 500.000 dollars, accordées ; sur les 8 millions 500.000 dollars accordés, 1 million 283.000 dollars seulement avaient été utilisés.

La loi est de date trop récente pour pouvoir juger de ses effets ; mais dès maintenant on peut voir, par le seul examen de ces chiffres, que les Federal Reserve Banks se heurtent exactement aux mêmes obstacles que les National Banks et les State Banks.

Parmi les quémandeurs de crédit, la plupart sont indésirables ; sur 2.800 demandes, les Federal Reserve Banks, pourtant endoctrinées par le gouvernement fédéral, n'ont estimé pouvoir donner de suite qu'à 178 d'entre elles, soit 7 % ; c'est infime. Les entreprises auxquelles on serait disposé à accorder des facilités, n'en ont que faire, parce que, si elles sont sainement menées, une dépression économique entraîne pour elles, non un manque de fonds de roulement, mais au contraire un excédent de disponibilités.

Une fois de plus, le Président Roosevelt s'apercevra que le crédit n'est pas un médicament qui s'injecte de force à un organisme qui n'en veut pas.

TROISIEME PARTIE

La réforme boursière du Président Roosevelt

CHAPITRE PREMIER

Le Federal Securities Act de 1933

La crise américaine a commencé par une crise boursière. Celle-ci était certainement plus un symptôme qu'une cause. L'opinion publique, néanmoins, a rendu la bourse responsable des maux qui s'abattaient sur le pays ; elle a exigé des sanctions. Pour la satisfaire, on créa la Commission Sénatoriale d'Enquête dont l'activité a été étudiée plus haut ; une fois les coupables jugés, il fallait éviter le retour d'errements semblables à ceux du passé ; une réforme s'imposait ; elle a été l'objet de deux lois différentes promulguées à un an d'intervalle : le Federal Securities Act du 27 mai 1933, qui réglemente les émissions de titres, et le Securities Exchange Act du 6 juin 1934, qui complète le premier et réglemente les opérations de bourse proprement dites.

Caractères généraux

La première de ces lois fut promulguée moins de trois mois après l'arrivée au pouvoir du parti démocrate ; elle constitue la première mesure de réforme proprement dite du Président Roosevelt. Les autres lois économiques qu'il avait fait voter précédemment : Emergency Banking Act, Farm Relief Act, entre autres, n'étaient que des mesures de circonstances destinées à apporter un secours momentané aux branches les plus éprouvées de l'activité nationale. Cette fois-ci, par contre, la mesure est définitive et établit un régime permanent de contrôle des émissions de titres. Elle constitue la première pierre du vaste monument d'économie dirigée dont le Président rêve de doter ses concitoyens.

Son origine et sa raison d'être directes doivent être cherchées dans les conclusions de la commission sénatoriale d'enquête sur l'activité bancaire. Celle-ci, on l'a vu, avait dévoilé les profits fantastiques et parfois même scandaleux réalisés par certaines maisons. Après les pertes considérables supportées depuis quatre ans par tous ceux qui avaient la moindre action ou obligation dans leur patrimoine, ces révélations avaient vivement frappé l'opinion publique. La Federal Trade Commission qui avait préparé la rédaction de la loi, estimait que dans les dix années qui précédaient, le public américain avait perdu vingt-cinq milliards de dollars dans l'achat de titres qui, vendus sur l'annonce de renseignements inexacts ou mal interprétés, avaient perdu toute valeur (1). La loi nouvelle a été votée en première lecture par la Chambre des Représentants et le Sénat, les 5 et 8 mai 1933, en deuxième lecture les 22 et 23 mai ; elle a été promulguée par le Président quatre

(1) V. *Financial Chronicle*, 3 juin 1933, p. 3.828.

jours plus tard. Elle a subi quelques remaniements lors du vote du Securities Exchange Act en juin 1934 ; les plus importantes des innovations introduites ont été :

1° de faire passer le contrôle des émissions de titres des mains de la Federal Trade Commission, organisme existant antérieurement, dans celles de la Security and Exchange Commission, organisme nouveau créé par la loi de 1934 ;

2° d'atténuer un peu la responsabilité des émetteurs.

Pour la facilité de l'exposé, nous supposerons que le Federal Securities Act a été d'emblée approuvé dans la forme où il se trouve actuellement et ferons abstraction des changements intervenus entre 1933 et 1934.

La loi n'a pas d'effet rétroactif ; elle ne s'applique donc qu'aux émissions qui ont été offertes au public après son entrée en vigueur. Celle-ci, en raison des délais de préparation nécessaires, a été reportée jusqu'à 60 jours après sa promulgation.

Déclaration obligatoire

Le principe de la loi est de soumettre toutes les émissions de titres à une très large publicité et de punir sévèrement les émetteurs qui enfreindraient les prescriptions légales. Il s'applique, d'une part, aux émissions de sociétés privées, d'autre part, aux émissions de gouvernements étrangers. Toute personne ou société qui désirera placer des titres quelconques dans le public devra en faire la déclaration à la Security and Exchange Commission. Cette déclaration sera signée des principaux directeurs et contrôleurs de la société émettrice. Elle contiendra des renseignements extrêmement détaillés sur sa situation présente et passée. La loi a groupé sous trente-deux chefs différents les renseignements à fournir par les émetteurs privés, et sous quatorze chefs ceux à fournir par les gouverne-

ments étrangers. On trouvera ci-dessous, aussi résumées que possible, la liste des informations requises.

A) Emetteurs privés :

1° Non de l'émetteur.

2° Nom de l'Etat ou du gouvernement sous les lois duquel l'émetteur s'est placé.

3° Siège principal de l'émetteur et, s'il s'agit d'un étranger, nom et adresse de son représentant aux Etats-Unis.

4° Noms et adresses des administrateurs et des directeurs, s'il s'agit d'une société anonyme, des associés s'il s'agit d'une société en participation, des fondateurs si la société n'existe pas ou n'existe que depuis deux ans.

5° Noms et adresses des banquiers qui se chargent de l'émission.

6° Noms et adresses de toute personne possédant en nom ou en fait plus de 10 % d'une catégorie quelconque d'actions de la société émettrice.

7° Montant des titres détenus par les administrateurs, directeurs, associés, fondateurs, banquiers chargés de l'émission, actionnaires possédant plus de 10 % du capital ; montant auquel ces personnes ont déclaré souscrire dans l'émission en cours.

8° Genre d'affaires traitées par l'émetteur.

9° Total, décomposition et caractéristiques précises du capital de l'émetteur.

10° Indications des quantités de titres de l'émetteur sur lesquelles des options ont été consenties et indication du nom des bénéficiaires de celles-ci quand elles dépassent 10 % du total des options.

11° Montant des titres émis.

12° Montant des obligations émises avec leurs caractéristiques précises, ainsi que les droits de conversion de l'émetteur,

13° Utilisation qui sera faite des sommes provenant de l'émission, et indication des autres sources auxquelles il aura été fait appel.

14° Rémunération payée jusqu'à ce jour aux administrateurs et directeurs avec l'indication des noms de ceux qui ont reçu plus de 25.000 dollars par an.

15° Rémunération que les titres émis seront en droit d'attendre.

16° Prix auquel les titres sont offerts au public, ainsi que les prix spéciaux auxquels certaines tranches de l'émission sont offertes à des catégories particulières de souscripteurs.

17° Indication de toutes les commissions, directes ou indirectes, de tous les avantages consentis par l'émetteur au banquier qui s'est chargé de l'opération.

18° Détail des frais que l'émetteur a dû engager à l'occasion de cette émission.

19° Revenu net de toute catégorie de titres placés par l'émetteur dans les deux ans qui précèdent ; prix de l'émission, et nom des banquiers qui se sont chargés du placement.

20° Paiements effectués depuis deux ans ou à effectuer aux fondateurs de la société émettrice.

21° Nom et adresse du vendeur et prix d'achat de toute propriété ou fonds de commerce acquis ou à acquérir avec le produit de l'émission. Indication des circonstances de cette acquisition.

22° Participation que pourrait avoir un administrateur, directeur ou important actionnaire dans une propriété acquise ou à acquérir par l'émetteur.

23° Nom et adresse du conseil juridique qui s'est assuré de la légalité de l'émission offerte.

24° Date, nom des contre-parties et résumé de tous les contrats passés par l'émetteur en dehors des opérations courantes.

25° Un bilan vieux de moins de 90 jours, indiquant la nature et le coût des différentes parties de l'actif, ainsi que toute avance supérieure à 20.000 dollars consentie par l'émetteur à un de ses directeurs, administrateurs, actionnaires ou sociétés filiales. Le bilan devra être certifié conforme par un expert comptable.

26° Les comptes détaillés de profits et pertes des trois derniers exercices avec, notamment, l'indication des dividendes distribués, et la distinction des revenus du portefeuille et des bénéfices strictement commerciaux, des profits ordinaires et exceptionnels. Ces comptes seront certifiés conformes par un expert-comptable.

27° Si les produits de l'émission doivent servir à l'acquisition d'une entreprise commerciale, les renseignements 25 et 26 concernant cette entreprise devront également être fournis.

28° Contrats passés entre l'émetteur et le banquier chargé de l'émission.

29° Opinion d'un conseil juridique sur la légalité de l'émission.

30° Copie des principaux contrats passés par l'émetteur (mais la Security and Exchange Commission aura le droit de ne pas publier ceux-ci si elle ne le juge pas utile).

31° Copie de statuts, s'il s'agit d'une société anonyme, du contrat d'association s'il s'agit d'une société en participation.

32° Copie des accords régissant les actions, bons ou obligations émis ou à émettre.

B) Etat ou subdivision d'Etat étranger :

1° Nom de l'émetteur.

2° Utilisation qui sera faite des sommes provenant de l'émission et indication des autres sources auxquelles il aura été fait appel.

3° Montant de sa dette consolidée et de sa dette flottante, non compris les dettes inter-gouvernementales ; indication des principales caractéristiques et des possibilités de conversion de ces deux catégories de dettes.

4° Indication éventuelle du fait que, dans les vingt ans qui précèdent, le gouvernement émetteur ou ses prédécesseurs ont à un moment donné suspendu le paiement de leur dette extérieure (non compris les dettes inter-gouvernementales). Précisions sur cette défaillance et sur l'arrangement qui est survenu dans la suite.

5° Recettes et dépenses du gouvernement émetteur au cours des deux dernières années.

6° Noms et adresses des banquiers qui se chargent du placement.

7° Nom et adresse du représentant autorisé du gouvernement émetteur, aux Etats-Unis.

8° Bénéfice net à provenir du placement de ces titres aux Etats-Unis.

9° Prix d'émission.

10° Indication de toutes les commissions directes ou indirectes, de tous les avantages consentis par le gouvernement émetteur au banquier ou aux banquiers qui s'est ou se sont chargés de l'opération.

11° Détail des frais que le gouvernement émetteur a dû engager à l'occasion de cette émission.

12° Noms et adresses des conseils juridiques qui ont vérifié la légalité de l'émission.

13° Contrats passés entre le gouvernement émetteur et le ou les banquiers chargés du placement.

14° Opinion d'un conseil juridique sur la légalité de l'émission, appuyée des lois, décrets, ou ordonnances qui ont autorisé cette émission.

Les ingénieurs, comptables ou experts qui auront collaboré à la rédaction de ces renseignements devront approuver par écrit les informations qu'ils ont données et qui figurent dans la déclaration.

La Security & Exchange Commission examine la déclaration qui lui est fournie par l'émetteur ; elle peut le convoquer pour lui demander des détails complémentaires ; elle peut déléguer dans ses bureaux telle personne qu'elle juge convenable pour examiner ses livres et interroger ses directeurs et possède à cet égard les pouvoirs les plus étendus ; sauf avis contraire émanant de la Commission, le placement des titres peut, en principe, commencer vingt jours après le dépôt de la déclaration, mais en cas de dépôt d'une déclaration rectificative faite soit volontairement, soit sur demande de la commission, les vingt jours ne commencent à courir que du dépôt de la deuxième déclaration ; de même, si la Securities & Exchange Commission estime que la déclaration est incomplète ou fausse, elle peut émettre un « stop order » qui a pour effet de retarder jusqu'à nouvel avis, l'ouverture de la période de placement.

Ces prescriptions sont de simples mesures de précaution vis-à-vis des émetteurs que le gouvernement fédéral considère comme des gens dangereux ; elles ne constituent pas une garantie absolue pour les acheteurs éventuels de ces titres. Le fait que la Commission a laissé écouler le délai de 20 jours sans émettre de stop order ne prouve pas obligatoirement que les informations fournies sont correctes et n'engage en aucune façon sa responsabilité.

Contrôle des Prospectus

Les prospectus d'émission devront contenir tous les renseignements figurants dans la déclaration, excepté les copies des

contrats et autres textes qui risqueraient d'être trop longs (n^{os} 28 à 32 pour les émetteurs privés, n^{os} 13 et 14 pour les gouvernements étrangers émetteurs). La Securities & Exchange Commission pourra obliger l'émetteur à ajouter tels renseignements qu'elle jugera nécessaires, elle pourra également le dispenser d'y inclure tels autres qu'elle jugera inutiles. Il sera interdit de dissimuler certaines informations par l'emploi de caractères plus fins ; en cas de publicité par T. S. F. une copie de l'annonce faite devra être adressée à la Securities & Exchange Commission ; si le prospectus est utilisé plus de 13 mois après le dépôt de la déclaration, les renseignements qu'il contient ne devront pas dater de plus de 12 mois.

Valeurs exemptées

La loi exempte de ces formalités un certain nombre de titres qui jouissent de garanties particulièrement sérieuses et qui sont émis par des collectivités que l'Etat a intérêt à protéger. Ce sont avant tout les emprunts du gouvernement fédéral des Etats-Unis, des comtés ou des villes ; bénéficient du même avantage les émissions de sociétés créées et contrôlées par le gouvernement fédéral, celles des National Banks, des State Banks, des Federal Reserve Banks. Les titres des associations religieuses ou charitables qui n'ont pas pour but de réaliser des bénéfices, des associations mutuelles de prêts hypothécaires ou d'épargne, des associations corporatives agricoles, toutes entreprises que le gouvernement désire favoriser, sont exemptes de la déclaration à la Commission. Les billets à ordre et lettres de change ayant moins de neuf mois à courir, les certificats émis par les liquidateurs de sociétés, les polices d'assurances des différents genres sont également dispensés de la déclaration. Ces dernières exceptions ne sont mentionnées et précisées que

pour éviter qu'un émetteur trop malin n'échappe à la déclaration obligatoire d'une émission en donnant aux titres émis la forme d'effets de commerce ou tout autre apparence qui les dispense des formalités. Les titres offerts ou vendus à l'intérieur d'un seul et même Etat sont dispensés de la déclaration parce que, d'après la Constitution, les lois fédérales peuvent réglementer le commerce entre Etats, mais non le commerce à l'intérieur des Etats qui relève seulement de l'autorité locale. Enfin, la Securities & Exchange Commission, si elle juge que les intérêts du public ne se trouvent pas menacés, peut dispenser de la déclaration les émissions d'un montant inférieur à 100.000 dollars.

Responsabilité personnelle des émetteurs

Rédiger des lois est une chose. Les faire respecter en est une autre ; aussi le Federal Securities Act contient-il pour les fraudeurs la menace de lourdes sanctions, soit civiles, soit pénales.

Civilement, le porteur de titres au sujet desquels une déclaration inexacte ou incomplète aura été faite pourra se retourner contre toute personne qui aura signé la déclaration, toute personne qui était au moment du dépôt de la déclaration un administrateur ou un associé de l'entreprise émettrice, tout comptable, ingénieur ou expert qui aura reconnu avoir pris part, en raison de ses fonctions, à la rédaction de cette déclaration, tout banquier qui se sera chargé du placement de ces titres, ou quiconque les aura vendus. Toute personne mise en cause pourra faire la preuve qu'elle n'a commis aucune faute professionnelle ou morale, et qu'elle a, dans l'exercice du rôle qui lui était dévolu, toujours agi « comme un homme prudent dans la gestion de sa propre fortune ».

Dans ce cas, elle sera exonérée de toute responsabilité. Si au contraire elle est incapable de fournir les preuves suffisantes, le porteur lésé pourra demander l'annulation de la transaction ou le remboursement de la perte qu'il aura subie par suite de la dépréciation des titres, entre le moment où il les aura achetés et leur valeur actuelle. Sa réclamation ne pourra cependant pas s'étendre à la portion de la dépréciation imputable non à des renseignements faux, mais à des événements survenus postérieurement à son achat ; elle ne pourra, en aucun cas, dépasser le prix total qu'il aura payé. Il devra exercer son recours au plus tard dans l'année qui suit la découverte du faux, et dans les dix ans qui suivent le placement des titres.

Les mêmes personnes qui supportent cette responsabilité civile risquent également d'encourir des sanctions pénales. Quiconque aura fourni des renseignements inexacts ou simplement propagé par la poste ou tout autre moyen de transport interfédéral, des informations insuffisantes ou incomplètes sera passible d'une amende de 5.000 dollars et d'une peine de prison de cinq ans.

La longueur même du Federal Securities Act (et nous n'en avons donné ci-dessus que les principales dispositions), prouve avec quel soin cette législation a été préparée. On y retrouve des réminiscences de tous les subterfuges employés par les banquiers ou émetteurs de titres pour se mettre à l'abri des réclamations éventuelles de leur clientèle. Ces subterfuges n'avaient alors pour but que de préserver leur réputation ; après l'adoption de la nouvelle loi, ils devront mettre à couvert non seulement leur réputation, mais même leur responsabilité civile et pénale ; le premier résultat a été de porter un coup brutal aux émissions de titres, principalement aux émissions privées ; celles-ci avaient déjà beaucoup décliné depuis quelques années.

Le montant total des émissions avait atteint :

1930		4.483	millions de dollars		
1931		1.551	—	—	
1932		325	—	—	
1933	(6 premiers mois).....	112	—	—	

Pour le seul mois de juillet 1933, elles étaient remontées à 53 millions de dollars, mais dès le mois d'août (commencement d'application de la loi), elles retombèrent à 14 millions de dollars, en septembre à 9 millions de dollars, en octobre à 3 millions de dollars.

Il ne faudrait pas rendre le Federal Securities Act seul responsable de la cessation des émissions ; le marasme économique en est certainement la cause primordiale. La nouvelle loi a été néanmoins sévèrement critiquée par les milieux financiers et industriels, parce qu'elle faisait peser sur les émetteurs de titres une responsabilité anormale et inadmissible. Les modifications introduites en 1934 ont apporté à cet égard quelques améliorations ; mais dans son principe même, on retrouve une contradiction qui est innée à toute la réforme du Président Roosevelt ; il est impossible de protéger efficacement les épargnants et d'inciter en même temps les industriels à faire usage des crédits qui leur sont offerts pour activer la reprise économique ; l'usage de crédit comporte forcément des risques et ce n'est pas en menaçant les industriels et banquiers malheureux d'amendes et de prison qu'on les encouragera à utiliser le crédit public. Ou bien alors, l'État doit se faire le seul banquier de la communauté, garantir aux déposants l'intégralité de leurs capitaux et mettre à la disposition de l'industrie toutes les facilités dont elle a besoin. Une telle conception n'est suceptible d'application pratique que dans un État entièrement socialisé ; et tel n'est pas encore le cas des États-Unis. Et même la protection que l'État pourrait

donner aux épargnants semble bien incertaine ; n'a-t-il pas été le premier à leur confisquer 40 % de leurs biens, en dévaluant d'autant le dollar ?...

Il a néanmoins tendance à s'implanter dans ce rôle pour lequel il est si peu fait. Les placements de titres des Etats, des villes et des émanations du gouvernement fédéral qui jusqu'en 1929, représentaient de 1/6 à 1/3 du total des émissions ont diminué en valeur absolue, mais ont pris une place relativement beaucoup plus importante. Ils ont représenté en 1932 et 1933 les 2/3, et pour les premiers mois de 1934 les 3/4 des émissions offertes au public.

La Société des porteurs de valeurs étrangères

Les souscriptions de titres étrangers ont pratiquement disparu depuis 1931. Il existe néanmoins entre les mains des capitalistes américains un grand nombre d'obligations et d'actions étrangères. Certains débiteurs, par suite de difficultés qui leur étaient propres ou par l'impossibilité où ils se sont trouvés de transférer aux Etats-Unis les montants nécessaires pour assurer le paiement des coupons échus et des titres amortis, ont été obligés d'interrompre le service de leurs emprunts. La deuxième partie du Federal Securities Act a pour but de venir en aide aux porteurs de titres étrangers rentrant dans cette catégorie. Elle institue, sous l'égide du gouvernement une société nouvelle : la « Corporation of Foreign Security Holders », ou « Société des porteurs de valeurs étrangères », similaire, avec un cachet officiel, en plus à l'organisme qui existe en France sous le nom de « Association Française des porteurs de valeurs mobilières ». Les administrateurs de cette Société sont nommés par la Securities & Exchange Commission. Son but est de grouper tous les porteurs de valeurs

étrangères dont le service en intérêts ou en capital a été interrompu, d'entreprendre des négociations avec les débiteurs défaillants, de faire les arrangements qu'elle juge opportuns (après avoir obtenu l'approbation des porteurs qui lui auront confié leurs titres et qui représenteront au moins 60 % du total de tous les titres déposés), d'encaisser pour le compte des intéressés les paiements effectués par les débiteurs étrangers et d'une façon générale de prendre telles mesures qu'elle juge nécessaires pour la sauvegarde des droits de ses adhérents. Elle assure le paiement de ses frais généraux au moyen d'un léger droit qu'elle perçoit sur tous les titres qui lui sont confiés. En aucun cas elle n'a le droit d'agir ou de faire croire qu'elle agit au nom du gouvernement des Etats-Unis.

Le Federal Securities Act est une tentative très sincère et très approfondie pour protéger les épargnants ; l'inactivité totale du marché des émissions, auquel il n'est pas étranger, ne permet pas de porter, dès maintenant, un jugement sur sa valeur pratique. Il existe cependant deux éléments contre lesquels le gouvernement fédéral ne pouvait se prémunir parce qu'ils sont trop profondément humains pour être corrigés par des lois : la candeur illimitée des petits épargnants et la faillibilité de toutes les commissions gouvernementales, même les mieux composées. De tous temps, de bonnes affaires sont devenues mauvaises et des financiers adroits ont profité de l'inexpérience du public ; entre ces deux éventualités, il est parfois bien difficile de trouver la cause réelle d'une faillite.

C'est pourquoi le Federal Securities Act, si parfait soit-il, ne réalisera jamais qu'une partie des espoirs que ses auteurs ont mis en lui.

CHAPITRE II

Le Securities Exchange Act de 1934

Un an après la promulgation du Federal Securities Act, le Président proposait au Congrès et faisait adopter une deuxième loi concernant les opérations sur titres. Il ne s'agissait plus cette fois des émissions, mais des achats et ventes en bourse. La loi contient bien une deuxième partie modifiant certains points du Securities Act de 1933, mais ces dispositions constituent un appendice beaucoup moins important que la première partie ; il en a été question au chapitre précédent.

Justification de la législation

Les deux premiers articles de la nouvelle loi sont, en principe, destinés à démontrer sa raison d'être et son utilité. On y explique notamment que les achats et ventes de titres forment une partie importante du commerce entre Etats, que les ordres donnés par le public sont souvent exécutés sur des marchés fort éloignés, que les prix établis dans les bourses constituent la base d'évaluation pour la perception des taxes de transmission par le gouvernement fédéral, les Etats et les villes, que les manipulations auxquelles se livrent les spéculateurs entraînent des fluctuations anormales, affectant directe-

ment le volume du crédit mis à la disposition du commerce et de l'industrie, faussent l'évaluation des titres déposés en nantissement auprès des National Banks et intensifient la crise et le chômage.

Ces nombreux arguments ne témoignent cependant pas des intentions réelles des auteurs de la loi ; leur présentation n'a qu'un but beaucoup plus modeste : rattacher la réglementation des bourses à des questions fédérales, tels que le commerce entre Etats, la perception des impôts fédéraux, la stabilité du Federal Reserve System. La loi se trouve ainsi protégée contre ceux qui voudraient l'attaquer comme inconstitutionnelle, en tant que réglementant des problèmes qui sont l'apanage de la législation locale.

A travers tous ces faux prétextes, les raisons d'être réelles de la nouvelle loi se laissent pourtant deviner. Il importe de rappeler une fois encore que la crise américaine a commencé en 1929 par un krach boursier qui a touché une grande partie de la population. Le public avait subi des pertes énormes et était convaincu que les grands hommes de Wall Street, les spéculateurs professionnels et les brokers, avaient réalisé des profits à ses dépens. Peut-être avait-il partiellement raison ; la nouvelle loi est destinée à lui donner une satisfaction morale et quelques garanties pour l'avenir.

Il existe encore un autre motif au Federal Securities Act, et celui-là se rattache à l'ensemble de la politique financière du Président Roosevelt. La crise, pour les économistes américains est imputable à l'expansion exagérée de crédit qui l'a précédée. Le Federal Reserve Board, de 1926 à 1929, avait essayé de lutter contre le développement trop rapide des affaires ; il s'était efforcé notamment, par tous les moyens à sa disposition, de contrainte et de persuasion, de mettre un frein aux excès de la spéculation boursière ; mais en même temps,

il avait voulu continuer à offrir au commerce et à l'industrie du crédit à des conditions abordables ; il s'était heurté à l'impossibilité de limiter l'activité de la bourse sans, du même coup, porter atteinte aux affaires en général ; et, plutôt que de toucher au commerce et à l'industrie, il avait préféré abandonner Wall Street à ses extravagances. Les tendances directivistes du Président Roosevelt ont abouti, ainsi qu'il ressort nettement du Banking Act, à confier au Federal Reserve Board le soin de doser continuellement le volume et le bon emploi du crédit mis à la disposition de l'activité nationale. Le Securities Exchange Act est destiné à remettre entre ses mains un instrument nouveau qui lui permettra d'agir directement sur la bourse sans toucher aux autres branches des affaires ; c'est à lui en effet, et à lui seul, qu'est confié le soin de déterminer continuellement le pourcentage de couverture que les brokers devront exiger pour les opérations à découvert. Pour donner à cet instrument toute son efficacité, il a été nécessaire d'organiser une réglementation complète des bourses dont il convient de donner une vue d'ensemble.

Organisation officielle des bourses

A la tête de l'organisation prévue, la loi a placé un comité permanent : la « Securities and Exchange Commission », composée de cinq membres nommés pour cinq ans par le Président avec l'assentiment du Sénat, et dont trois au plus appartiennent au même parti politique. Les membres de cette commission consacrent à cet emploi la totalité de leur temps ; ils reçoivent un traitement de 10.000 dollars par an.

De la Securities and Exchange Commission relève l'organisation des bourses de valeurs, leur contrôle, la surveillance des cotations, la vérification des rapports fournis par les

sociétés dont les titres sont cotés et par les brokers qui travaillent dans les différentes bourses, éventuellement l'application de sanctions vis-à-vis de bourses, sociétés ou brokers qui auraient enfreint les prescriptions légales. En un mot, elle est chargée de faire appliquer le Securities Exchange Act dans toutes ses dispositions, sauf pour la fixation des couvertures à exiger de la clientèle ; ce point particulier, pour les raisons mentionnées plus haut, dépend exclusivement du Federal Reserve Board.

La Securities and Exchange Commission a également repris à la Federal Trade Commission le contrôle des émissions qui lui avait été confié par le Federal Securities Act de 1933.

En principe, toutes les bourses de valeur doivent, avant de commencer à fonctionner, faire l'objet d'une déclaration auprès de la Securities and Exchange Commission, donner une copie exacte de leurs statuts et de leurs règlements intérieurs, s'engager à faire respecter par leurs membres les dispositions de la nouvelle loi et à expulser, suspendre ou frapper de peines disciplinaires ceux de leurs adhérents dont la correction commerciale laisserait à désirer. La Commission s'assurera également que les règles prescrites sont justes et adéquates et que le public y trouve une protection suffisante. Elle aura trente jours pour examiner chaque déclaration ; à la fin de cette période, elle prendra une décision autorisant ou interdisant le fonctionnement de la bourse en question.

Il est interdit à quiconque d'effectuer des transactions sur une bourse non déclarée, à moins que celle-ci, à cause du petit volume de ses opérations, n'ait été exemptée de la déclaration par décision de la Commission.

Il existait, aux Etats-Unis, un certain nombre de marchés privés dénommés « over the counter market ». Les membres

se connaissaient entre eux et traitaient des valeurs non cotées sur les marchés officiels, notamment les actions des banques qui n'étaient pas admises au Stock Exchange en raison de la double responsabilité des porteurs. A l'avenir, de tels marchés auront à demander une licence à la Securities and Exchange Commission, à moins que les transactions ne soient limitées aux titres émis par le gouvernement et les villes dont on désire faciliter la diffusion, aux effets de commerce et de banque qui n'intéressent pas le grand public, et aux valeurs qui ne font l'objet de négociations qu'à l'intérieur d'un même Etat, et comme telles échappent à la législation fédérale. La Commission pourra réglementer par des instructions spéciales, le fonctionnement de chacun de ces marchés, en exigeant la déclaration des brokers qui y travaillent et des titres faisant l'objet des transactions.

Déclaration des titres cotés

Toute valeur, pour être cotée sur une bourse officielle ou « bourse nationale », doit faire l'objet d'une déclaration auprès de la Bourse où elle sera inscrite et de la Securities and Exchange Commission. Cette déclaration contiendra, sur la société émettrice, les sociétés qui la contrôlent ou qu'elle contrôle ou avec qui elle a des intérêts communs, tous les renseignements dont la Commission jugera la publication nécessaire pour l'édification et la protection du public. Parmi les principaux renseignements demandés figurent :

- 1° l'organisation générale et financière de la société ;
- 2° les droits, privilèges et obligations des différentes catégories de titres émis ;
- 3° les conditions dans lesquelles elles seront ou ont été offertes au public ;

4° les noms des administrateurs, directeurs, souscripteurs et détenteurs de plus de 10 % d'une catégorie quelconque de titres ; leurs salaires, le montant de leur participation dans la société, et le contenu des contrats qui les lient à elle ;

5° les noms des personnes recevant des salaires de plus de 20.000 dollars par an ;

6° les règles de répartition des bénéfices ;

7° les contrats avec les directeurs ;

8° les options existant sur telle ou telle catégorie d'actions ;

9° les bilans des trois derniers exercices ;

10° les comptes de profits et pertes des trois derniers exercices ;

11° tous autres renseignements complémentaires que la Commission pourra désirer et notamment les arrangements conclus entre la société émettrice et la banque chargée du placement.

Ces divers renseignements devront être toujours tenus à jour. La société adressera à la Commission le rapport annuel de son activité ainsi que son bilan. La Commission aura le droit d'exiger que les bilans et comptes de profits et pertes soient publiés dans telle forme qu'elle désignera, d'imposer sa méthode d'évaluation de l'actif et du passif, la séparation des profits ordinaires et exceptionnels, la différenciation des bénéfices commerciaux et de ceux du portefeuille, la publication de bilans séparés ou bloqués pour les sociétés qui se contrôlent entre elles.

Dans aucun pays encore on n'a vu exiger des sociétés émettrices qu'elles renseignent de façon aussi complète et aussi précise leurs actionnaires et leurs obligataires. Le principe, en théorie, est excellent et beaucoup de marchés financiers gagneraient à demander aux sociétés dont ils cotent les titres une documentation plus complète et plus sincère sur leur activité

et leur rendement. Mais le bienfait lui-même engendre un nouveau mal : plus les chiffres demandés sont nombreux, plus la publication en devient complexe et moins elle est accessible au grand public. Or, le but cherché n'est pas de protéger les banques puissantes qui dissèqueront les rapports qui leur sont soumis ; elles ont par elles-mêmes des moyens suffisants pour connaître la valeur des entreprises. Le but que la loi cherchait, c'était la protection de l'épargne ; elle ne fait que l'effleurer ; la plupart des particuliers qui achètent des titres en bourse ne regardent pas les chiffres qui sont publiés, ou sont incapables de les comprendre. Ils se contentent des affirmations ou des conseils des employés des banques ou des brokers qui ont leur confiance. Les paroles s'envolent et les donneurs de mauvais conseils, volontaires ou involontaires, échapperont toujours aux foudres de l'administration. Il faut espérer néanmoins que le jour où l'éducation du public aura été complétée, ces dispositions produiront leur plein effet.

Sont dispensées de la déclaration les valeurs dites « valeurs exemptées », telles que les émissions directes du gouvernement fédéral ou garanties par lui, les obligations émises ou garanties par un Etat, un comté ou une municipalité, et telles autres valeurs que la Securities and Exchange Commission juge bon d'inclure dans cette liste. Ces valeurs qui sont en principe des titres de premier ordre jouissent en outre, en cas de mise en nantissement, du privilège d'être estimées à leur valeur réelle au cours du jour (ce qui n'est pas le cas pour les autres).

Couverture des opérations à découvert

Bien que les bourses américaines ignorent théoriquement le principe du « terme » elles utilisent un « comptant différé »

qui ne se distingue d'un terme véritable qu'en ce qu'il ne connaît pas de liquidation à date fixe. L'usage s'en est tellement répandu que les achats fermes ne forment qu'une faible partie des opérations boursières de la clientèle particulière. Celle-ci se contente de donner ses ordres et de remettre au broker la garantie en titres ou en espèces que celui-ci juge utile d'exiger. Suivant les relations que le broker entretient avec son client, il se montre plus ou moins difficile ; en général avec ses meilleurs clients, c'est-à-dire les plus actifs et les plus risqués, il se contente de couvertures assez faibles. De telles habitudes ont non seulement engendré de nombreuses faillites parmi les brokers lors du krach de 1929, mais également créé une véritable inflation fort nuisible à l'ensemble de l'économie nationale.

Le Securities Exchange Act définit non les marges que les brokers devront effectivement réclamer à leurs clients, mais le minimum qu'ils devront obligatoirement exiger pour ne pas se mettre en contravention avec la loi. Libre à eux d'en demander plus, s'ils le jugent opportun ; la nouvelle législation a principalement pour objet de les empêcher d'être trop accommodants avec leurs clients ; elle leur impose une prudence minima au-dessous de laquelle ils ne devront pas descendre. En fait, les règlements intérieurs du New York Stock Exchange et du New York Curb Exchange sont, sur la plupart des points, plus stricts que ne l'exigerait l'application pure et simple de la loi.

Les couvertures exigées par la loi doivent couvrir intégralement le solde débiteur du compte du client que l'on établit à l'aide des éléments suivants :

- a) le solde débiteur ou créditeur du client sur les livres ;
- b) le montant des titres achetés mais non débités (au débit) ;
- c) le montant des titres vendus mais non crédités (au crédit) ;

d) la valeur courante des titres vendus à découvert, augmentée du pourcentage supplémentaire exigé habituellement pour de telles opérations (au débit) ;

e) la marge exigée pour toutes autres opérations que le client a traitées, en valeurs non cotées, marchandises, ou changes étrangers (au débit) ;

f) les montants réclamés par télégramme ou lettre par le broker au client, même si ces montants n'ont pas encore été versés (au crédit) mais on ne pourra tenir compte de ce dernier élément que pendant la période de temps normalement nécessaire pour que le client ait pu répondre à la lettre ou au télégramme, et qui est en général fixée à 3 jours ouvrables.

En couverture de ce solde débiteur, le broker devra exiger de son client une garantie intégrale en titres dont le mode d'évaluation le plus favorable sera, à tout moment, uniformément pour l'ensemble de toutes les bourses nationales, décrété par le Federal Reserve Board. Le premier taux d'évaluation lors de l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions, c'est-à-dire le 1^{er} octobre 1934, a été fixé par la loi et n'a dans les trois premiers mois de son application, subi aucune variation. Les titres en garantie sont évalués suivant celui des deux modes ci-dessous qui se montre le plus avantageux pour le client :

soit 55 % de la valeur actuelle des titres,

soit 100 % du cours le plus bas qu'ils aient atteint durant les trois dernières années sans que celui-ci puisse être supérieur à 75 % de leur valeur actuelle.

Autrement dit, cela revient à exiger pour les nouveaux achats que les clients désireront effectuer une couverture variant de 25 % à 45 %, suivant que les titres achetés ont pendant les trois dernières années, fait l'objet d'une grande stabilité, ou ont, au contraire, fait l'objet d'une hausse appréciable. D'une estimation faite au 31 juillet 1934 par les bro-

kers du New York Stock Exchange et du New York Curb Exchange, il résultait que la plupart des valeurs cotées sur ces deux marchés étaient encore assez près de leurs cours minimum, puisque les deux tiers de ces valeurs auraient pu être estimées à 75 % de leur valeur actuelle, un quart à des taux variant entre 55 % et 75 %, et un douzième seulement à 55 %.

Tout compte intégralement garanti est un « unrestricted account » que l'on peut traduire par « compte libre » ; tout compte non intégralement garanti est un « restricted account » ou « compte bloqué ». Le titulaire d'un compte libre a la liberté de traiter toute opération qui lui plaira, à condition que celle-ci n'ait pas pour effet de bloquer son compte ; le titulaire d'un compte bloqué ne peut traiter que des opérations qui ne risquent pas d'augmenter le montant dont il est à découvert ; il ne peut notamment retirer ni titres, ni espèces. Aucune phrase, dans la loi, n'oblige le broker à ne conserver que des comptes libres ; il n'a pas le droit de laisser se créer de nouveaux comptes bloqués, mais si un compte libre devient un compte bloqué, par suite de la baisse des titres déposés en garantie, la loi, à défaut de son intérêt personnel, ne l'oblige pas à poursuivre la régularisation de ce compte ; par contre, elle lui interdit de faire avec ce client de nouvelles opérations qui auraient pour résultat d'augmenter son découvert. Ces dispositions, en apparence surprenantes, ont pour motif, dans le cas d'une baisse brusque, de ne pas imposer aux brokers la liquidation obligatoire des comptes insuffisamment garantis ; s'ils estiment que le crédit personnel de leur client le mérite, et si le règlement intérieur de la Bourse où ils sont inscrits le permet, ils peuvent laisser son compte bloqué ; une liquidation obligatoire aurait pour résultat d'augmenter encore les ventes et d'intensifier la crise.

Les taux indiqués ci-dessus, et appliqués lors de l'entrée en vigueur de la loi, ne sont pas invariables. Le Federal Reserve Board qui, pour ces questions, substitue son autorité à celle de la Securities and Exchange Commission, peut, en considération de l'état général du crédit, les fixer à un chiffre inférieur s'il estime qu'il est nécessaire de donner des facilités supplémentaires à l'industrie et au commerce, ou les fixer à un chiffre supérieur s'il estime qu'il est fait un usage abusif du crédit pour le financement des opérations de bourse. C'est en manipulant le taux d'évaluation des titres déposés en garantie, que le Federal Reserve Board pourra attirer les capitaux sur les marchés financiers ou, au contraire, les en écarter ; lorsqu'il jugera que la spéculation sort de ses limites normales, une hausse des marges requises lui permettra d'y apporter un frein sans pour cela porter atteinte à la masse des crédits mis à la disposition de l'industrie ou du commerce. Ce pouvoir qui lui est conféré est un instrument de discréditation, précieux mais délicat. A lui de savoir en faire un bon usage au moment opportun.

De façon à donner à ces dispositions toute leur efficacité, le Securities Exchange Act étend à toute personne, société ou banque, qui consentirait des avances sur titres, destinées à l'achat ou au report de valeurs boursières, les prescriptions ci-dessus et le droit de contrôle du Federal Reserve Board. Le critérium permettant de distinguer ces avances des facilités consenties normalement par les prêteurs quels qu'ils soient est la fin poursuivie par l'emprunteur. Si l'avance qu'il se fait consentir est destinée à subvenir à ses besoins personnels, au développement ou au maintien de ses entreprises industrielles, agricoles ou commerciales, l'opération rentre dans le cas des opérations bancaires normales et n'est régie que par les quelques dispositions qui figurent dans le Banking

Act et les lois antérieures (pratiquement elle ne subit aucune limitation). Si, au contraire, cette avance doit servir à financer des opérations de bourse, la personne qui s'y livre doit se soumettre à toutes les restrictions du Securities Exchange Act, exactement comme si elle était un broker inscrit à une bourse régulière.

Les valeurs exemptées possèdent la faculté de pouvoir être évaluées pour la totalité de leur valeur actuelle.

Les brokers ont la faculté, jusqu'au premier janvier 1937, d'isoler dans un compte spécial dénommé « compte ancien » ou « old account » les opérations traitées avant le 1^{er} octobre 1934 qui, si elles étaient incluses dans le compte nouveau, pourraient restreindre le nombre et le montant des transactions autorisées.

Les prêts aux brokers

Il est un deuxième point qui relève également de l'autorité du Federal Reserve Board : c'est le contrôle des avances aux brokers ; ceux-ci, pour pouvoir prêter à leur client sur les titres qu'ils achètent, ont besoin de capitaux dépassant de beaucoup les fonds qu'ils ont mis dans leur affaire. Dans aucun cas leurs emprunts, autres que ceux gagés par des « exempted securities », ne doivent dépasser vingt fois leur capital, ou moins selon que la Securities and Exchange Commission en décidera. Les brokers doivent obligatoirement emprunter :

1° soit à une Member Bank ou par son intermédiaire (et ils se trouveront, dès lors, *ipso facto*, soumis aux restrictions contenues à cet effet dans le Banking Act de 1933) ;

2° soit à une banque non adhérente qui aura reçu du Federal Reserve Board l'autorisation de faire des avances aux brokers et qui, pour obtenir cette autorisation, aura consenti

à se soumettre aux mêmes règles que les banques adhérentes ;

3° soit, dans la mesure où le Federal Reserve Board l'autorise, à un autre broker ou dealer (acheteur ou vendeur pour son propre compte) inscrit à la même bourse.

Dans ce dernier cas, l'avance consentie ne pourra dépasser un pourcentage fixé par le Federal Reserve Board, et qui est actuellement de 80 % ; elle devra exclusivement servir à financer des opérations de clients et non des opérations personnelles du broker, de ses associés ou employés.

Les syndicats régulièrement constitués pour le placement de paquets de titres pourront également obtenir des avances de 80 % dans les mêmes conditions.

Dans les cas d'urgence, le Comité de direction d'une bourse pourra autoriser un ou plusieurs de ses membres à faire, en dehors des conditions prescrites ci-dessus, une avance exceptionnelle à un de leurs collègues, mais le comité devra, dans les dix jours, référer de la question au Federal Reserve Board qui décidera si cette avance peut éventuellement être maintenue ou non.

C'est au Federal Reserve Board que sont confiés ces pouvoirs parce qu'en cas de crise financière grave c'est entre ses mains que repose le droit de limiter ou d'élargir les facilités de crédit mises à la disposition du pays. Il importe que son action puisse s'étendre à toutes les branches de l'économie nationale.

Contrôle de la régularité des opérations

Le Securities Exchange Act contient encore un certain nombre de dispositions destinées à accroître la protection du public, mais qui sont d'une portée moins générale.

Il interdit par exemple aux membres des bourses de faire sur le carreau de la bourse des opérations pour leur propre

compte. Ceux-ci ne peuvent donc pas être à la fois spéculateur et broker, à l'exception de deux catégories de membres :

les « odd-lot dealers », c'est-à-dire les membres qui se spécialisent dans l'achat et la vente des quantités de titres inférieures au minimum de quotation (généralement de 100 titres) et qui sont forcés d'acheter à leur compte pour revendre ensuite ;

les « spécialistes », c'est-à-dire les membres (il en existe un pour chaque valeur cotée) qui ont pour fonction spéciale de tenir le marché d'une valeur ; c'est à eux que s'adressent leurs confrères, vendeurs ou acheteurs ; ils se portent généralement contre-partie de toutes les opérations ; ils devront néanmoins assurer leur rôle avec correction.

Toute action qui aurait pour effet de fausser les cours annoncés est interdite. C'est dans cette catégorie d'opérations blâmables qu'entre le fait de faire coter des cours fictifs, ne représentant pas un transfert effectif de propriété, de se porter contre-partie pour un ordre dont on sait qu'il va être donné, de faire croire qu'il y a de nombreuses transactions alors que celles-ci se font toujours entre les mêmes personnes, de répandre des fausses nouvelles pour inciter les gens à acheter ou à vendre. Toute personne qui aura été l'auteur ou le complice de telles manipulations sera responsable vis-à-vis de tous ceux qui auront acheté ou vendu à des cours faussés et qui pourront récupérer sur eux le montant de leur perte ; mais leur responsabilité est limitée à un an après la découverte du forfait, et trois ans après celle de la négociation.

Tout actionnaire possédant plus de 10 % d'une catégorie d'actions, tout administrateur ou directeur de la société émettrice, doit déclarer à la bourse où le titre est coté le nombre d'actions qu'il possède et, toutes les fois qu'un changement surviendra dans sa situation durant le mois, il devra en faire

la déclaration dans les 10 premiers jours du mois suivant. Il lui est interdit de faire usage des renseignements qu'il a pu connaître pour spéculer sur les titres de la société ; on présumera qu'il aura agi de la sorte toutes les fois que, dans une période de six mois, il aura acheté et vendu des titres de la société et aura réalisé sur ces opérations un profit appréciable. La société émettrice, sur son instigation propre ou sur l'instigation de l'un quelconque de ses actionnaires, devra récupérer sur le bénéficiaire la totalité des profits qu'il aura ainsi réalisés, dut-elle pour cela l'attaquer en justice. Il est également interdit aux mêmes personnes de vendre à découvert des titres de leur société.

Il est interdit à un membre d'une bourse américaine de traiter sur une bourse étrangère des titres d'une société américaine.

Sanctions

La Securities and Exchange Commission possède les pouvoirs les plus étendus pour lui permettre de faire appliquer la nouvelle loi : toutes les personnes s'occupant d'opérations de bourse devront lui fournir tous les renseignements qu'elle jugera bon de leur demander sur leur activité ; elle a le droit de suspendre ou d'interdire toute bourse qui n'aura pas fait respecter les termes de la loi et de ses instructions, de rayer, temporairement ou définitivement, de la liste des valeurs cotées, toute société qui ne se sera pas soumise à toutes les prescriptions légales, de suspendre ou de faire expulser tout membre d'une bourse qui aura violé la loi. Elle peut, lorsque l'intérêt national l'exige, fermer une ou plusieurs bourses de valeurs pour des périodes inférieures à 90 jours. Elle peut obliger les bourses à inclure dans leurs règlements telles prescriptions qu'elle juge nécessaires pour assurer la protection

des épargnants et la correction des opérations traitées. Ses pouvoirs s'étendent à toutes les formes de leur activité, à l'exception du montant des crédits que l'on peut accorder à la clientèle, question qui reste l'apanage strict du Federal Reserve Board.

Faute de pouvoir se faire obéir par ses propres moyens, elle pourra en appeler aux tribunaux pour exiger des différents organismes l'application stricte de la loi. Les coupables encourront des peines de prison pouvant aller jusqu'à deux ans, et des amendes pouvant aller jusqu'à 10.000 dollars s'il s'agit d'un individu ou d'une société, 500.000 dollars s'il s'agit d'une bourse.

Wall Street avait été jusqu'à ce jour un des centres de résistance les plus marqués aux tentatives étatistes et directivistes du gouvernement de Washington ; le Securities Exchange Act marque la première épreuve destinée à étendre son emprise à ce domaine. Le but officiel de la nouvelle législation est la protection du public, mais sa raison d'être interne s'apparente très étroitement au Banking Act ; le gouvernement fédéral prétend pouvoir diriger, plus efficacement que ne le faisait l'initiative privée, l'orientation économique du pays ; pour y parvenir, il s'est fait le grand dispensateur du crédit ; il lui importait d'être le maître de la bourse et de la banque d'affaires comme il s'était rendu maître des banques commerciales. Il s'est fait conférer les pouvoirs les plus étendus ; ce n'est que dans quelques années que l'on pourra porter un jugement sur le bon ou le mauvais usage qu'il en aura fait.

QUATRIÈME PARTIE

La politique monétaire du Président Roosevelt

CHAPITRE PREMIER

La crise monétaire et les mesures d'urgence (4 mars-7 avril 1933)

Caractères généraux de la crise du dollar

La réforme bancaire et boursière opérée par le Président Roosevelt, si importante soit-elle, n'a pas touché aux bases du système existant. Sa politique monétaire, par contre, a été proprement révolutionnaire ; elle a aboli un principe que le gouvernement des Etats-Unis depuis un demi-siècle proclamait solennellement comme un axiome économique et financier, un principe qui, pendant les années pénibles de l'après-guerre, avait attiré sur l'Amérique les regards de convoitise d'une Europe appauvrie : la fidélité à l'étalon-or.

Si conséquent qu'ait été ce bouleversement, il semble être le résultat d'une volonté infiniment moins arrêtée que celle qui a présidé à la réorganisation bancaire ; celle-ci s'annonçait dans les mesures d'urgence prises du 6 au 10 mars 1933 ;

elle se trouve condensée dans quelques textes sinon très cohérents du moins peu nombreux ; le Banking Act de 1933, les Securities Acts de 1933 et 1934 et quelques autres. La réforme monétaire, au contraire, consiste dans une série de décisions d'importance variable qui s'étendent sur plus d'une année ; ces décisions ont pris, selon les moments, des directions très différentes.

Le gouvernement américain proclame en mars 1933 son attachement inaliénable à l'étalon-or. Mais il l'abandonne un mois après, temporairement tout d'abord, puis définitivement. Décembre 1933 marque l'apparition des premières mesures argentistes, janvier 1934 une dévaluation officielle du dollar et un certain retour à l'étalon-or, et l'été 1934 un nouveau triomphe de l'argent. Tandis que la politique bancaire était véritablement animée d'un esprit de réforme et de perfectionnement, la politique monétaire semble beaucoup plus inspirée par les nécessités du moment ; plus directe et plus immédiate, elle a, en maintes occasions, servi au gouvernement à soutenir une opinion publique inquiète et fatiguée par trois ans de crise économique. Bien souvent elle a agi autant par le ferment psychologique qui se trouvait en elle, que par ses conséquences techniques.

Malgré l'incohérence des mesures successives, il existait néanmoins, ne fut-ce qu'au fond de la conscience publique, une tendance générale à laquelle on peut rattacher les différentes aventures dont le dollar a été l'objet depuis près de deux ans ; une fois réglée par quelques décisions rapides la crise fiduciaire très courte issue de la fermeture des banques en mars 1933, la majorité des producteurs endettés et surcapitalisés ne voyaient d'espoir que dans une hausse même nominale des matières premières et par conséquent dans une dévaluation de la monnaie. L'application de cette mesure tant dési-

rée leur apporta un soulagement immédiat mais, avec le temps, ses bienfaits devinrent moins apparents et ses dangers plus menaçants ; d'où, au début de 1934, le désir de préparer un retour éventuel à l'étalon-or. Déçue dans son attente, l'opinion, soigneusement préparée par les représentants des Etats contenant des mines d'argent, reporta alors sur le bimétallisme les espoirs que l'abandon de l'or n'avaient pas satisfaits ; et c'est ainsi qu'à l'automne de 1934 on peut trouver le dollar théoriquement rattaché à l'or et à l'argent, mais pratiquement lié seulement aux offres et aux demandes d'un marché en pleine spéculation.

La crise du mois de mars 1933

La crise bancaire de février-mars 1933, strictement américaine dans son origine et ses causes, a néanmoins exercé une pression sur la situation internationale du dollar. Toujours contenu entre les points d'entrée et de sortie de l'or, il ne cotait plus que 25³²⁵ à Paris le 1^{er} mars, contre 25,61 3/4 le 25 janvier. Pour le maintenir dans ces limites, la Federal Reserve Bank de New York avait dû mettre de très importantes quantités d'or sous le dossier de la Banque d'Angleterre (1).

En comparant cette crise avec celle de septembre-octobre 1931, il importe de remarquer que le fléchissement de mars

(1) Les expressions « mettre sous dossier », et « mettre en réserve » que l'on retrouvera assez fréquemment dans la suite de ce chapitre sont la traduction du mot anglais « to earmark », qui signifie littéralement : poinçonner. C'est une opération qui consiste, pour une banque américaine, à transférer à un propriétaire généralement étranger, la propriété de lingots d'or qu'elle conserve dans ses caves. Elle appose sur ces lingots une marque spéciale qui permet de les identifier et qui a pour effet de constater qu'ils n'appartiennent pas à l'établissement où ils sont en dépôt.

1933 était imputable beaucoup moins à des causes internationales et beaucoup plus à des causes intérieures que celui de 1931. Alors que pendant les mois de septembre et d'octobre 1931, le stock d'or des Etats-Unis avait, par des sorties et mises en réserve d'or, diminué de près de 700 millions de dollars :

4.995 millions de dollars à fin août 1931

4.292 millions de dollars à fin octobre 1931

ce même stock d'or n'a, au printemps de 1933, jamais subi une réduction supérieure à 300 millions de dollars :

4.548 millions de dollars le 1^{er} février 1933

4.242 millions de dollars le 4 mars 1933 (point le plus bas).

En 1931, de nombreux particuliers et quelques banques d'émission européennes avaient, en souvenir du temps où le dollar était une monnaie refuge, conservé d'assez abondantes disponibilités à New York ; à la première alerte, ils s'étaient empressés de les rapatrier.

En 1933, au contraire, la situation du dollar avait été discutée depuis de longs mois et les avoirs étrangers déposés à New York étaient peu importants. Les ventes de dollars qui se sont succédées à un rythme accéléré, mais cependant moins rapide qu'en 1931, sont donc surtout imputables à des particuliers, soit Européens, soit Américains.

La crise monétaire de 1933 était avant tout une crise psychologique. C'est ce qui explique qu'elle fut, au fond, de très courte durée. Elle commença à devenir inquiétante vers le 25 février et atteignit son maximum le 4 mars ; ce jour-là le pourcentage de couverture du dollar était tombé à 45,1 %, cinq points seulement au-dessus du pourcentage normalement indispensable ; mais le Congrès avait, la veille, provisoirement

supprimé l'obligation pour le Federal Reserve System, de conserver une couverture minimum de 40 %.

Si, par ce subterfuge, la menace pour les Federal Reserve Banks d'avoir à refuser de l'or se trouvait temporairement écartée, la crise monétaire n'en était pas moins très grave.

Les mesures d'urgence pour la défense du dollar

La crise se trouva instantanément résolue lors de l'arrivée au pouvoir du Président Roosevelt par la proclamation d'un moratoire général de quatre jours. Toutes les opérations bancaires étant interdites, les demandes de billets de banque, les retraits, les exportations et les mises sous dossier d'or et d'argent, la diminution des dépôts dans les banques, la thésauroisation sous toutes ses formes, se trouvaient *ipso facto* arrêtés ; les devises étrangères n'étaient plus cotées à New York et le dollar ne l'était plus à l'étranger. La population ne pouvant pas néanmoins se passer d'argent pour régler ses dépenses quotidiennes, le Secrétaire du Trésor était autorisé à émettre, le cas échéant, des certificats de « clearing house » représentant les avoir immobilisés dans les banques, comme on l'avait fait lors de la crise de 1907. Ces billets ont été imprimés, mais ils n'ont jamais été mis en circulation, car avant même la fin du moratoire, les banques furent autorisées à payer à leurs clients les sommes dont ils avaient besoin pour payer leur nourriture et les salaires de leurs ouvriers.

Le moratoire ne pouvait jamais être qu'un état précaire ; proclamé le samedi 4 mars, il a duré toute une semaine, et, dès le lundi 13 mars, les banques ont commencé à rouvrir leurs portes. Durant cette semaine, le Président avait fait voter par le Congrès, l'« Emergency Banking Act » qui a apporté non seulement à la question bancaire, mais égale-

ment à la question monétaire des solutions au moins provisoires. En déposant son projet, le Président disait au Congrès : « Je vous demande d'amender le Federal Reserve Act de façon à permettre d'augmenter, avec de sérieuses garanties, la circulation monétaire autant qu'il sera nécessaire pour répondre à toutes les demandes, et cela sans augmenter la dette non garantie du gouvernement des Etats-Unis ».

Les mesures que contient l'Emergency Banking Act concernent principalement, d'une part, les transactions sur l'or et les devises étrangères, d'autre part, l'émission éventuelle d'un contingent supplémentaire de billets de banque.

Cette loi donne au Président le droit (art. 2) de « connaître, réglementer ou interdire, suivant telles instructions ou ordonnances qu'il édictera, au moyen de licences ou par tout autre moyen, toutes les transactions en monnaies étrangères, les transferts ou paiements effectués par les banques, l'exportation, la thésaurisation, la fonte ou la mise en réserve de lingots ou de monnaies d'or, d'argent ou de cuivre, par une personne quelconque aux Etats-Unis... ». Le Président dispose à cet effet des droits d'enquête les plus complets (délivrance du serment, examen des comptabilités, etc...). Les infractions aux ordonnances présidentielles prises en conséquence de cet article sont punies de 10.000 dollars d'amende ou de 10 ans de prison. En vertu des droits que la loi lui a conférés, dès la réouverture des banques, le Président interdit l'exportation, la mise sous dossier ou la livraison d'or, sans une autorisation expresse de la Trésorerie. Pratiquement d'ailleurs des licences furent délivrées pour permettre l'exportation de l'or régulièrement mis en réserve avant le 4 mars 1933. Les transactions en devises étrangères ne sont autorisées que dans la mesure où elles constituent la contre-partie d'opérations commerciales ou personnelles courantes ; autrement

dit l'exportation massive des capitaux seule est interdite, mais une grande liberté est laissée aux banques adhérentes dans l'application de cette disposition qui n'est confirmée par aucune instruction précise du Secrétaire de la Trésorerie.

L'art. 3 de l'Emergency Banking Act donne au Président des moyens puissants pour lutter contre la thésaurisation de l'or ; il a le droit, sans que la loi en fasse une obligation en soi, d'exiger de tout individu, association ou société, qu'ils échangent les monnaies ou lingots d'or, les gold certificates qu'ils peuvent détenir contre d'autres monnaies légales des Etats-Unis. Les détenteurs éventuels qui refuseraient de s'exécuter risquent une amende égale au double de la valeur de l'or qu'ils détiennent.

Le gouvernement fédéral n'a pas immédiatement fait usage des prérogatives qui lui étaient ainsi accordées, mais il a graduellement préparé leur mise en application. Une instruction du 7 mars du Secrétaire du Trésor recommanda aux Federal Reserve Banks d'essayer de faire rentrer dans leurs caisses l'or qui était aux mains des banques adhérentes ou du public ; mais cette disposition n'était qu'un conseil, pas une obligation. Le 8 mars, le Federal Reserve Board demanda aux Federal Reserve Banks, chacune pour leur district, de préparer une liste des gens qui, depuis le 1^{er} février 1933, avaient retiré soit de l'or, soit des gold certificates et qui ne les auraient pas redéposés avant le 13 mars 1933.

L'annonce de ces décisions, ainsi que la menace contenue dans l'art. 3 de l'Emergency Banking Act, bien que ne comportant aucune sanction immédiate, eut un effet extrêmement rapide. Le montant des pièces d'or en circulation qui, le 8 mars, était de 620 millions de dollars, tomba le 5 avril, à 365 millions de dollars. C'était, à peu de chose près, le niveau le plus bas qu'il ait atteint depuis l'existence du Fede-

ral Reserve System. Le montant des Gold certificates en circulation fut dans la même période, ramené de 726 millions de dollars à 380.

La thésaurisation, nous l'avons vu, n'accumulait pas seulement les pièces et les certificats d'or : elle accumulait également les billets de banque ordinaires ; à un moment où le papier éligible se raréfiait, où les banques voyaient fondre leurs réserves et risquaient donc de ne pouvoir bientôt plus se procurer d'espèces, il importait par un moyen quelconque de mettre à leur disposition de plus importantes quantités de monnaie ; c'est l'objet du Titre IV de l'Emergency Banking Act. Les Federal Reserve Banks peuvent, en déposant soit des obligations quelconques du gouvernement des Etats-Unis, soit des effets commerciaux, recevoir, du Contrôleur de la circulation, des Federal Reserve Bank notes ayant cours légal pour un montant égal à 100 % du dépôt d'obligations fédérales, ou 90 % du dépôt s'il s'agit d'effets de commerce. Il importe de ne pas confondre ces Federal Reserve Bank notes avec les Federal Reserve Notes qui, depuis 1913, constituaient la majeure partie de la circulation fiduciaire. Les Federal Reserve Bank notes ressemblent aux National Bank notes en ce qu'elles sont gagées par des émissions du Trésor fédéral ; elles s'en distinguent en ce qu'elles peuvent être gagées par toutes les obligations du gouvernement, tandis que les National Bank notes ne peuvent être gagées que par des obligations portant le privilège d'émission. Elles existaient depuis 1913 et étaient, en vertu du Federal Reserve Act, destinées à remplacer progressivement les National Bank notes, mais l'opération n'avait été qu'à peine amorcée, et au mois de février 1933 le montant total en circulation n'était que de 3 millions de dollars.

L'émission des nouvelles Federal Reserve Bank notes est sujette à des conditions beaucoup moins strictes que celles

des Federal Reserve Notes puisqu'elles n'ont pas à être couvertes dans une proportion quelconque par de l'or ; elles devaient permettre de répondre à toutes les demandes du public. Pour éviter que leur mise en circulation ne constitue un trop grand privilège pour les émetteurs, elles sont soumises aux mêmes taxes que les National Bank notes. Leur émission n'est d'ailleurs autorisée que tant que l'« état d'urgence » proclamé par le Président Roosevelt le 4 mars 1933 continuera à exister. Les Federal Reserve Bank n'eurent guère à faire usage de cette facilité ; dès la réouverture des banques, les billets thésaurisés réintégrèrent en masse les caves du Trésor ; dans le courant de 1933, il ne fut jamais émis plus de 208 millions de dollars de Federal Reserve Bank notes et, au 31 octobre 1934, il n'en restait plus que 112 millions.

La crise bancaire avait également entraîné, et c'était logique, une hausse anormale des taux de l'argent à court terme. Le gouvernement, désireux de rétablir l'aisance monétaire, fit faire d'importants achats sur le marché libre, et, le 7 avril, ramena à 3 % le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New York qui avait été, le 3 mars, porté de $2\frac{1}{2}$ % à $3\frac{1}{2}$ %.

Dans l'ensemble, les mesures prises par le gouvernement des Etats-Unis du 4 mars au 7 avril 1933 répondaient au besoin urgent de défendre la monnaie nationale en péril. Elles eurent pour effet de tranquilliser immédiatement l'opinion publique et n'eurent qu'à peine besoin d'être mises en pratique. Quelques chiffres suffiront à montrer leur efficacité :

Le pourcentage de couverture des billets qui, en février, était de	65,6 %
et qui, le 4 mars 1933 était tombé à	45,1 %
dès le 22 mars était remonté à	55,5 %
et le 5 avril à	59,7 %

CHAPITRE II

L'abandon volontaire de l'étalon-or (avril-août 1933)

La solidité du dollar en avril 1933

Au début du mois de mars, l'Europe s'attendait d'un instant à l'autre à voir le dollar abandonner l'étalon-or. Il était même, au moment du moratoire bancaire, tombé quelques fractions au-dessous du point de sortie de l'or. Pourtant les événements donnèrent, pendant quelques semaines, à cette attente un démenti surprenant. Le 14 mars, le premier cours coté officiellement à Paris depuis la proclamation du bank holiday fut : 25,40 ; exceptionnellement le lendemain, le dollar descendit à 25,245, donc légèrement au-dessous du point de sortie de l'or, mais, dès le 16 mars, il remonta et se maintint sans interruption au-dessus de 25,32 pendant près d'un mois, jusqu'au 13 avril exactement.

Cette fermeté témoignait de l'excellence des mesures prises par le Président Roosevelt ; au point de vue bancaire, sa politique avait été rigoureuse ; il n'avait laissé rouvrir leurs guichets qu'aux banques saines ; les autres devaient être soit réorganisées, soit supprimées. En contre-partie de ces sacrifices imposés à un grand nombre de déposants, il put conserver intacte la monnaie nationale. La politique énergétique du Président, en l'espace de quelques jours, rétablit

dans l'opinion publique des Etats-Unis une confiance qui se trouvait depuis plusieurs mois fortement ébranlée. La thésaurisation cessa immédiatement : le total des billets en circulation qui avait atteint :

7.538	millions de dollars le	8 mars tomba
à 7.269	—	15 —
6.353	—	29 —
6.147	—	12 avril
6.068	—	19 —

En même temps, sous l'appel du Président au patriotisme de ses concitoyens, et aussi sous la menace de la divulgation des noms des thésaurisateurs, l'or afflua dans les caisses du Trésor; les réserves de métal jaune du Trésor et des Federal Reserve Banks qui étaient tombées à :

2.853	millions de dollars le	4 mars
se retrouvèrent à 3.232	—	15 —
et à 3.538	—	5 avril

La circulation de pièces d'or et de gold certificates se trouva réduite à peu près d'autant, soit environ 700 millions de dollars.

Les restrictions de changes avaient été très libéralement appliquées par les banques et, hormis pour les exportations massives et manifestes de capitaux, le public avait pu se procurer toutes les devises qu'il désirait. Rien d'étonnant à cela : depuis la guerre, la balance commerciale et la balance des comptes des Etats-Unis se sont toujours soldées par des excédents considérables. Les soldes créditeurs de la balance commerciale avaient, depuis 1930, tendance à diminuer, mais ils étaient encore, en 1932, malgré la concurrence de l'Angleterre, de 288 millions de dollars ; les exportations en mars et avril 1933 étaient sans doute en baisse sur 1932, mais elles dépas-

saient encore de 13 et de 17 millions de dollars respectivement les importations des mêmes mois. Il était donc normal que, pour le règlement de la balance commerciale, le dollar fût plus demandé qu'offert ; cette situation, qui existait depuis la guerre et avait entraîné vers les Etats-Unis d'immenses quantités d'or, était, au printemps de 1933 moins marquée que dans les années précédentes, elle n'en subsistait pas moins.

Le règlement des transactions normales et courantes ne pouvait donc ni logiquement, ni effectivement entraîner une baisse du dollar ; techniquement, à la suite de la panique bancaire et pour des raisons strictement psychologiques, la devise s'était trouvée, à un moment, en péril, mais au début d'avril tout danger semblait écarté. L'embargo sur l'or n'avait pas suscité les évasions occultes auxquelles on n'aurait pu s'attendre ; et le gouvernement avait pu sans mettre en danger la stabilité du dollar appliquer de façon très indulgente ces restrictions de change.

Au début d'avril 1933, il n'y avait donc aucune raison ni technique, ni profonde pour que le dollar tombât de lui-même au-dessous du pair.

L'abandon de l'Etalon-or (19 avril 1933)

Pourtant, le 13 avril, dans la soirée, sur la nouvelle que le Sénat américain mettait à l'étude des projets d'inflation, le dollar fut coté au-dessous de 25 francs. Revenu provisoirement au pair dans la journée du mardi 18 avril, à la suite de la cession de certaines quantités d'or par la Federal Reserve Bank de New York, il retomba dans la soirée à 23,47, lorsqu'on apprit que les autorités fédérales avaient décidé de ne pas livrer d'or et de laisser le dollar s'établir de lui-même au cours

correspondant aux offres et aux demandes (1). La nouvelle fut accueillie par la presse et le public avec de grandes démonstrations de joie. Dans les semaines et les mois qui suivirent, la baisse s'accrut jusqu'au jour où le dollar fut déprécié de 40 % de sa valeur or.

Contrairement à ce qui se passe habituellement lorsqu'un Etat abandonne l'étalon-or, la dépréciation de la devise américaine a été voulue et systématiquement dirigée par le gouvernement de Washington. Celui-ci n'y a été contraint ni par des événements politiques graves, comme ce fut le cas pour la France, ni par l'inquiétante diminution de ses réserves d'or, comme ce fut le cas pour la Grande-Bretagne, ni par aucune nécessité urgente. Pour des raisons diverses, et d'ailleurs discutables, le gouvernement des Etats-Unis a jugé que l'intérêt national exigeait une dépréciation de la monnaie. C'est ériger en système officiel, un remède qu'on avait jusqu'alors l'habitude de considérer comme un pis aller.

L'influence de la théorie économique

C'est à la fois dans la théorie économique, dans la situation particulièrement difficile de certaines branches de l'activité nationale et dans la politique pure, qu'il faut chercher les motifs de cette attitude.

La théorie économique, c'est celle du professeur Irving Fischer. On a vu précédemment que son principe, pour assurer le maintien de la prospérité, était de conserver la stabilité nominale des prix, par des variations de la valeur de la monnaie.

Le professeur Fisher et ses disciples embrigadés dans « La ligne de la monnaie stable » réclamaient le retour aux prix de

(1) Cf. *Economiste Européen* du 21 avril 1933, p. 242.

1926 considérés comme normaux et « honnêtes ». Ces idées étaient représentées auprès du Président Roosevelt par les membres du fameux « brains trust », son conseil intime ainsi nommé parce qu'il était surtout composé de professeurs ; on y remarquait particulièrement Raymond Moley, Sous-Secrétaire d'Etat aux Affaires Etrangères, Rex Tugwell, Sous-Secrétaire d'Etat à l'Agriculture, le docteur Mordecai Ezekiel, économiste du ministère de l'Agriculture, A. A. Berle, de la Reconstruction Finance Corporation, E. A. Goldenweiser, statisticien de la Federal Reserve Board, Herbert Feis, économiste du Ministère des Affaires Etrangères, William I. Myers, du Farm Board.

Le Président indiquait très nettement ses intentions dans un discours radiodiffusé du 7 mai : « L'administration poursuit énergiquement la hausse des prix jusqu'à un niveau tel que les emprunteurs puissent, en moyenne, se libérer au moyen de dollars analogues à ceux qu'on leur a prêtés. »

Il se trouvait précisément que ces projets d'inflation servaient admirablement — mais pour des motifs opposés, — les intérêts de deux branches fort importantes de l'activité nationale : l'agriculture et les industries exportatrices.

L'influence des fermiers

C'est aujourd'hui devenu presque une banalité que de rappeler le rôle prépondérant que jouent les fermiers dans la vie politique américaine ; malgré leur industrialisation graduelle, les Etats-Unis sont restés une grande nation agricole ; les états de l'Ouest et du Middle West sont et demeureront encore, pendant longtemps, des pays de culture et d'élevage. Or, au début de 1933, les fermiers américains étaient dans la misère. La baisse des produits agricoles se poursuivait depuis plusieurs années sans répit et chaque mois amenait une nouvelle aggra-

vation de la situation. Le tableau ci-dessous montre, sur la base de 100, pour l'année 1926, les variations comparées de l'indice général des prix de gros et celui des produits agricoles.

	Prix de gros	Produits agricoles
	—	—
1913	69,8	71,5
1926	100	100
Janvier 1929	95,9	105,9
— 1931	78,2	73,1
— 1932	67,3	52,8
— 1933	61	42,6
Février 1933	59,8	40,9
Mars 1933	60,2	42,8

On voit que l'indice général des prix de gros était, au début de 1933, tombé environ 12 % au-dessous de son niveau de 1913 mais l'indice des prix des produits agricoles était tombé environ 40 % au-dessous du niveau de 1913 et 60 % au-dessous du niveau de 1926. Dans ces conditions, l'agriculture pouvait d'autant moins vivre qu'elle avait très largement utilisé les facilités bancaires mises à sa disposition ; elle se trouvait dans une situation inextricable : la plupart des fermiers n'avaient pas été assez riches pour payer eux-mêmes leur domaine ; ils avaient emprunté aux banques locales les sommes nécessaires à ces acquisitions et, en échange, leur avaient consenti des hypothèques ; ils comptaient sur les produits de leur travail pour rembourser ; ç'eût été possible si le blé s'était maintenu à 1 dollar 30 le boisseau et le coton à 19 cents la livre. Mais, en 1933, le blé était tombé à 40 cents et le coton à 6. Cette disparité avait été une des causes de la crise bancaire. Elle allait également entraîner l'abandon de l'étalon-or.

Après que se fut un peu calmé l'enthousiasme qui avait accueilli les premiers gestes du Président Roosevelt, les repré-

sentants des Etats agricoles à Washington se rendirent compte que, si les mesures d'urgence prises en mars avaient brillamment résolu la crise bancaire, elles n'avaient apporté à l'agriculture qu'un soulagement momentané ; sans doute la saisie et la vente des biens des fermiers endettés par les banques avaient-elles plus ou moins cessé, mais les prix agricoles n'avaient remonté que dans une proportion infime ; or, ils étaient à un niveau où, même abstraction faite des intérêts que devaient payer les fermiers, ils laissaient à ceux-ci à peine de quoi vivre. L'agriculture réclamait une inflation monétaire qui déterminerait une hausse immédiate des prix ; c'est sur l'annonce de mesures inflationnistes que le 13 avril le dollar baissa au-dessous de 25 francs ; pour pouvoir faire de l'inflation, il fallait commencer par détacher le dollar de sa base métallique : c'est la signification du nouvel embargo sur l'or décrété par le Président le 19 avril 1933.

Il est assez symptomatique de constater que l'annonce officielle de l'abandon de l'étalon-or se trouve dans la loi du 12 mai 1933, « une loi, dit le préambule, pour soulager la crise nationale économique en augmentant le pouvoir d'achat de l'agriculture... pour porter un remède immédiat à l'endettement agricole, etc... » Les deux premiers tiers de cette loi sont consacrés à des questions exclusivement agricoles, le dernier tiers seul concerne les problèmes monétaires.

L'influence des industries exportatrices

L'agriculture n'était pas seule à souhaiter une dévaluation, les industries exportatrices la désiraient également. Jusqu'en 1928, les usines américaines avaient surtout travaillé pour les besoins de la consommation intérieure ; par suite de la saturation du marché national pendant les deux ou trois années

qui précèdent la crise, certaines industries, et notamment l'automobile, avaient fait un effort tout spécial pour développer leurs exportations ; elles avaient obtenu leurs premiers résultats au moment précis où, la crise économique s'étendant, les barrières douanières commencèrent à s'élever dans les divers pays. Peu de temps après, l'Angleterre abandonna l'étalon-or, ce qui lui permit de supplanter, sur nombre de marchés extérieurs, et notamment sur les marchés sud-américains et asiatiques, l'industrie américaine. Celle-ci, avec ses prix de revient élevés, ses salaires exorbitants, ne pouvait affronter la concurrence ; une dévaluation permettrait au dollar de regarder de nouveau la livre en face. La balance commerciale qui n'avait jamais cessé de rester favorable aux Etats-Unis, montrait néanmoins une forte diminution de l'excédent des exportations ; celui-ci était tombé de 782 millions de dollars en 1930 à 288 millions de dollars en 1932. Les industries exportatrices ont exercé une pression certaine sur les dirigeants de Washington, mais leurs arguments ont surtout pris de l'importance un peu plus tard, quand le dollar et la livre ont commencé à se livrer une sorte de course à l'abîme, heureusement d'assez courte durée.

Les partisans de l'inflation monétaire, économistes, fermiers et exportateurs, avaient entrepris une très vive campagne en faveur de la dévaluation parce qu'ils s'étaient rendu compte que toutes les mesures inflationnistes essayées par l'administration républicaine étaient restées inopérantes ; on avait beau offrir du crédit aux gens, on ne pouvait les décider à en faire usage parce qu'ils avaient eux-mêmes des excédents de disponibilités. Les inflationnistes étaient convaincus que l'on ne pourrait réadapter le coût de la vie aux prix des matières premières parce que toute baisse des salaires se heurterait à l'opposition irréductible de la classe ouvrière et des fonctionnaires ; ils

s'efforcèrent donc de prouver que l'Angleterre, qui se trouvait (mais ils ne le disaient pas) dans une situation toute différente, avait, grâce à cette dévaluation, vu renaître son commerce et son industrie ; ils démontrèrent à l'opinion publique que, seul, l'abandon de l'étalon-or pourrait permettre une inflation monétaire, entraîner une augmentation des prix sans augmentation corrélative du coût de la vie et devrait donc permettre de redonner du travail aux dix millions de chômeurs qui pesaient sur l'économie nationale. Ils firent tant et si bien que le Président Roosevelt qui, au mois de mars, avait été le sauveur du dollar, un mois après sacrifiait ce même dollar pour sauver l'économie nationale.

La doctrine officielle

On peut trouver, sommairement résumé dans un texte officiel, l'exposé des motifs qui ont décidé le gouvernement de Washington à prendre cette décision ; c'est dans la loi du 12 mai 1933, dans le paragraphe qui sert d'introduction au titre III consacré aux questions monétaires, que l'on trouve indiquées les conditions nécessaires pour que le Président puisse prendre des décisions spéciales concernant la circulation monétaire : il faut qu'il estime :

« 1° que le commerce extérieur des Etats-Unis se trouve
« entravé par la dépréciation de la monnaie d'un ou de plu-
« sieurs autres gouvernements, par rapport à la valeur actuelle
« de l'or ;

« 2° qu'il est nécessaire de prendre des mesures pour régu-
« lariser et maintenir la parité des différentes monnaies des
« Etats-Unis ;

« 3° qu'une crise économique exige une expansion de
« crédit ;

« 4° qu'une expansion de crédit est nécessaire pour assu-
« rer, par une entente internationale, une stabilisation à des
« niveaux appropriés des monnaies des différents gouverne-
« ments. »

Malgré le démenti que les chiffres apportent à une telle affirmation, l'abandon de l'étalon-or a été présenté par les Etats-Unis comme une nécessité inévitable, sinon immédiate, du moins à brève échéance (1).

C'est là méconnaître les richesses d'un pays qui, malgré les progrès techniques considérables qu'il a réalisés depuis un demi-siècle, est encore très jeune comparé aux divers pays européens. Essayons un instant de deviner ce qui serait arrivé de pire, si le gouvernement n'avait pas abandonné l'étalon-or et n'avait pas employé ce remède radical pour venir en aide aux débiteurs acculés. La balance des comptes restant créditrice, la devise n'aurait pas baissé d'elle-même. (Le Trésor américain n'a-t-il pas été contraint d'acheter l'or à prix fixe pour le faire baisser au niveau qu'il désirait ?). Pour ce qui est de la situation intérieure, les créanciers, devant l'impossibilité de se faire payer et d'exploiter eux-mêmes les terres ou les usines qui servaient de gage à leurs avances, auraient forcément consenti des facilités à leurs débiteurs et ceux-ci auraient pu continuer leurs exploitations sur des bases à peu près normales ! L'un entraînant l'autre, le mouvement de déflation se serait étendu des prix de gros aux prix de détail et des prix de détail aux salaires. Est-ce à dire que cette période de réadaptation se fût passée sans douleur ? Non certes. L'ajustement des salaires aurait inévitablement entraîné

(1) V. à l'appui de cette opinion, Pierre MEYNIAL, *Revue d'Economie politique*, 1933, p. 1.733 : « Tôt ou tard, les éléments foncièrement désastreux de la situation intérieure, se reflétant sur le marché des changes, aurait contraint le gouvernement à prendre une telle mesure. »

des grèves, peut-être des troubles sociaux, mais les événements de l'année 1934 (grève générale de San Francisco, grève de la métallurgie, grève du textile) montrent que la méthode adoptée par le Président Roosevelt n'est pas non plus exempte de tels inconvénients. La déflation prolongée aurait-elle amené la paralysie générale que certains prédisaient ? Cela semble bien impossible, car, dans toute collectivité humaine, il y a toujours des besoins à satisfaire et tant qu'il y aura des moyens de production pour répondre à ces besoins, il y aura une activité économique. La paralysie peut provenir de l'absence de moyens de production (guerre, blocus, famine) jamais de l'absence de besoins. Or, les Etats-Unis regorgeaient de moyens de production ! L'adaptation devait donc forcément se faire.

Inconvénients de l'abandon de l'étalon-or

Il est incontestable qu'au point de vue budgétaire, la dévaluation a singulièrement facilité la tâche du gouvernement en diminuant automatiquement d'un tiers le poids de sa dette. Mais elle handicape par contre lourdement l'avenir ! Elle porte atteinte au crédit d'un gouvernement qui n'a pas hésité à répudier ses engagements les plus précis ! Les Etats-Unis n'ont, à l'heure actuelle, besoin de crédit nulle part ; mais la situation pourrait un jour se trouver fort changée.

Au point de vue social, c'est une solution dangereuse, parce qu'elle favorise les audacieux qui ont emprunté imprudemment, et sacrifie par contre les épargnants ! Ceux-ci ne se sont pas tout de suite rendu compte du préjudice qui leur était porté parce que le prix de la vie n'a pas monté immédiatement, mais les emprunteurs auront plus tard bien du mal à regagner leur confiance !

Enfin et surtout, un gouvernement n'est pas toujours sûr de pouvoir arrêter sa monnaie une fois lancée sur la pente de la dévaluation. Quoiqu'en pensent les partisans de la monnaie dirigée, si l'on a souvent vu un pays diminuer le contenu en or de sa monnaie, on ne l'a jamais vu l'augmenter ; la dévaluation est une voie à une seule issue. Pour un pays aussi plein de ressources que le sont les Etats-Unis, la menace d'une baisse analogue à celle du mark en 1922 ne semble pas à redouter actuellement, elle n'en subsistera pas moins tant que la monnaie n'aura pas été rétablie sur des bases saines.

Le décret du 5 avril 1933

Si ce n'est qu'à partir du milieu d'avril que le dollar est tombé au-dessous du point de sortie de l'or, dès le début de ce mois, exactement dès le 5 avril 1933, certaines mesures pouvaient laisser prévoir une telle éventualité.

A cette date, en effet, en vertu des pouvoirs que lui conférait l'« Emergency Banking Act », le Président publiait un décret interdisant la thésaurisation de l'or. En vertu de ce décret, toute personne, physique ou morale, qui détenait des pièces, des lingots ou des certificats d'or, devait les remettre à une Federal Reserve Bank ou à une Member Bank avant le 1^{er} mai 1933. Étaient seuls exceptées les quantités d'or :

1° nécessaires pour l'exercice de sa profession (personnes qui extrayaient ou raffinaient de l'or) ;

2° inférieures à 100 dollars appartenant à une seule personne ;

3° incluses dans les collections numismatiques ;

4° mises en réserve pour le compte de gouvernements étrangers, de banques centrales étrangères ou de la Banque des Règlements Internationaux ;

5° importées et destinées à être réexportées ;

6° faisant l'objet d'une demande de licence d'exportation.

Une quantité égale de monnaie légale devait être remise en échange de toute quantité d'or versée à une banque.

L'or versé par un particulier à une Member Bank devait être immédiatement remis par elle à une Federal Reserve Bank.

Les personnes qui enfreindraient ce décret seraient passibles d'une amende de 10.000 dollars et d'une peine d'emprisonnement de 10 ans.

En annonçant la publication de ce décret à la presse, le Secrétaire du Trésor le présentait comme une mesure destinée à parachever le redressement monétaire entrepris par le Président Roosevelt au début du mois de mars : « Ce décret présidentiel, disait-il, qui impose la livraison de l'or thésaurisé, et en même temps prévoit que de l'or pourra être obtenu pour tous les motifs légitimes, est une décision attendue en vue de régulariser notre situation monétaire et de créer toutes les facilités bancaires et monétaires nécessaires à la satisfaction des besoins courants... Tandis que nombre de nos concitoyens livraient volontairement et généreusement leur or, d'autres s'en absteinaient. En toute justice, la conduite de tous, en cette période de crise, devait être la même, et tel est l'objet de ce décret... L'or détenu dans des trésors privés ne sert à rien dans les circonstances actuelles. Ajouté au stock des Federal Reserve Banks il constitue une base nouvelle pour la circulation monétaire et le crédit. Le nouveau renforcement de notre structure bancaire lui permettra d'aider plus efficacement le retour de la prospérité.... »

Ce décret a deux aspects presque contradictoires : d'une part, et quoi qu'en dise le Secrétaire du Trésor, il prépare l'abandon de l'étalon-or en obligeant tous les particuliers et toutes les banques à livrer leur or aux Federal Reserve Banks ;

d'autre part, il constitue une levée partielle de l'embargo sur l'or établi le 4 mars 1933. Le fait de prévoir la délivrance de licences d'exportation et de mise en réserve d'or laisse supposer que le gouvernement américain serait éventuellement disposé à laisser partir de l'or dans le cas où le maintien du dollar à sa parité normale l'exigerait. C'est ce dernier aspect qui a tout d'abord frappé l'opinion internationale ; la fermeté du dollar sur les places européennes incitait les milieux cambistes à le considérer comme un présage du prochain retour des Etats-Unis au libre jeu de l'étalon-or. Un certain nombre de licences d'exportation furent accordées entre le 10 et le 18 avril 1933, mais le 20 avril le Président Roosevelt mettait à nouveau l'embargo sur les exportations de métal jaune et cette fois-ci de façon définitive.

Le décret du 20 avril 1933

Un décret de cette date interdit la mise en réserve pour compte d'étrangers, et l'exportation de monnaies, de lingots ou certificats d'or. Exceptionnellement néanmoins le Secrétaire du Trésor pouvait autoriser les exportations d'or dans les cas suivants :

1° or mis en réserve pour le compte de gouvernements étrangers, de banques centrales étrangères, ou pour le compte de la Banque des Règlements Internationaux ;

2° or ou minerais contenant de l'or importés pour être raffinés ou pour des besoins commerciaux normaux, et destinés à être réexportés ;

3° pour l'exécution de contrats antérieurs au 20 avril par des personnes qui ont, par ailleurs, satisfait aux conditions du décret du 5 avril et livré l'or qu'elles pouvaient détenir à ce moment ;

4° avec l'autorisation du Président, pour toutes les transactions où l'intérêt national pouvait se trouver en jeu.

Il résulte très nettement de ce texte que la mise en réserve de l'or pour compte étranger est interdite dans tous les cas ; de plus, le cas de la délivrance de licences d'exportation d'or pour le règlement des créances commerciales n'est plus prévu ; c'est donc l'interdiction définitive des sorties d'or. Le fait qu'il faille recourir au Président toutes les fois que l'on juge qu'il est de l'intérêt national de laisser sortir de l'or, est la preuve qu'une telle éventualité doit être considérée comme tout à fait exceptionnelle.

Le même décret confirme et renforce le décret du 10 mars 1933 qui confère au Secrétaire du Trésor un droit de contrôle absolu sur toutes les opérations de change.

C'est à partir du 20 avril que le monde a considéré que les Etats-Unis avaient de façon définitive et sans espoir de retour abandonné l'étalon-or. Néanmoins le jeu de l'offre et de la demande restait tellement favorable au dollar que celui-ci ne baissait que très lentement. Il valait encore 23 francs 15, le 26 avril, et 21 francs 62, le 10 mai. Les intentions inflationnistes du gouvernement de Washington se heurtaient à la résistance d'un organisme qui se refusait à absorber une médication que l'on voulait lui injecter de force.

Le Farm Relief Act (Amendement Thomas)

Jusqu'à la fin du mois d'avril, l'idée de la dévaluation monétaire n'était apparue dans aucun texte officiel ; les décrets présidentiels des 5 et 20 avril 1933 ne différaient guère dans leur contenu des décrets pris en mars ; prescrivant l'embargo sur l'or et le contrôle des changes, ils pouvaient aussi bien être interprétés comme des mesures de défense pour maintenir le

dollar à sa parité intégrale que comme les prodromes de la dévaluation. Cependant, dès le 20 avril, les intentions du gouvernement ne faisaient plus de doute pour personne.

Elles reçurent peu de temps après une consécration officielle. Au début du mois de mai, le Président Roosevelt avait présenté au Congrès un projet de loi destiné à venir en aide à l'agriculture. Ce projet devint une loi le 12 mai 1933 ; on le désigne communément sous le nom de « Farm Relief Act ».

Cette loi comprend trois parties bien distinctes. La première ne contient que des mesures spécifiquement agricoles, destinées à limiter la production du coton et du blé. La deuxième est mi-financière, mi-agricole : elle autorise les Federal Land Banks à émettre, à concurrence de deux millions de dollars des obligations garanties par le gouvernement, les oblige à réduire l'intérêt et allonger la période d'amortissement de leurs prêts hypothécaires, autorise le Farm Loan Commissioner à faire dans certains cas des prêts directs aux fermiers, enjoint à la Reconstruction Finance Corporation de venir en aide aux Joint Stock land Banks, et de financer certains travaux d'irrigation et de drainage. A cet effet, le contingent d'obligations que la Reconstruction Finance Corporation a le droit d'émettre est augmenté de 300 millions de dollars.

La troisième partie enfin, que l'on désigne très souvent sous le nom d'« amendement Thomas », du nom du sénateur qui l'a suggérée, contient des mesures strictement monétaires. L'introduction citée précédemment a une certaine importance théorique car on y trouve, exprimées sans fard, les principales justifications de la conduite du gouvernement américain.

C'est en application des principes exprimés dans cette introduction que le gouvernement est autorisé à faire immédiatement trois milliards de dollars d'inflation ! Deux moyens sont

envisagés pour arriver à réaliser cette inflation, le second se substituant au premier au cas où il ne fonctionnerait pas.

En premier lieu, le Secrétaire du Trésor pourra inciter les Federal Reserve Banks à acheter pour trois milliards de dollars d'obligations des Etats-Unis sur le marché libre. Comme ces achats n'influeront ni sur le pourcentage de réserves qu'elles doivent conserver, ni sur les taxes d'émissions auxquelles elles peuvent éventuellement être astreintes, ni sur leur taux d'escompte, leur capacité d'émission s'en trouvera augmentée d'autant. Cette première façon de procéder crée une possibilité d'inflation ; elle ne fait pas forcément de l'inflation, car il est possible que ces achats d'obligations fédérales entraînent une augmentation des disponibilités des banques adhérentes, mais il n'est pas certain que celles-ci trouveront une utilisation pour leurs disponibilités surabondantes. De plus, le Secrétaire du Trésor doit faire approuver ces opérations par le Federal Reserve Board.

Au cas où celui-ci s'y refuserait, ou bien si ce moyen se montrait inefficace, le Farm Relief Act prévoit un autre procédé plus direct et plus immédiat ; le Secrétaire du Trésor obtient le droit d'émettre pour trois milliards de United States notes, c'est-à-dire de billets de banque émis directement par le Trésor, étant entendu que ceux-ci ne devront servir qu'à acheter ou à rembourser des obligations fédérales échues. Celles-ci seront immédiatement retirées de la circulation et annulées. Le Secrétaire du Trésor devra, comme pour tous les billets émis directement par le Trésor, en rembourser 4 % tous les ans.

Cette possibilité d'inflation n'est restée qu'à l'état de projet ; les Federal Reserve Banks n'ont jamais acheté les trois milliards de dollars d'obligations auxquelles elles avaient droit, et les trois milliards de billets n'ont été émis ni sous forme

de Federal Reserve notes, ni sous forme d'United States notes. Le besoin ne s'est à aucun moment fait sentir pour cette augmentation brusque de la circulation et il est probable que, si cette monnaie avait été émise, elle serait immédiatement rentrée dans les caves du Trésor.

A la fin du paragraphe donnant au Secrétaire du Trésor le droit d'émettre des United States notes, se trouve une petite phrase qui est d'une très grande importance par les conséquences qu'elles a eues et les discussions qu'elle a entraînées. On y dit : « Ces billets (les 3 milliards de United States notes que le Secrétaire du Trésor a le droit d'émettre) et toutes autres monnaies métalliques ou fiduciaires, frappées ou émises jusqu'à ce jour et dans l'avenir par ou sur les ordres des Etats-Unis ont cours légal pour le paiement de toutes dettes publiques ou privées. » Cette phrase, dans l'esprit de ses auteurs, était destinée à abolir la clause-or des contrats ; elle fut diversement interprétée par les tribunaux et finalement l'abolition de la clause-or fit l'objet d'une loi spéciale du 5 juin 1933.

L'amendement Thomas confère au président le droit de fixer le poids du dollar-or à 9/10 de fin, ainsi que le rapport légal entre l'argent et l'or ; au point de vue monétaire, ce texte est le plus important qui ait été voté par le Congrès des Etats-Unis depuis 1879 ; au point de vue mondial il représente la première victoire officielle de la monnaie dirigée. Bien des pays ont, dans le cours de l'histoire, renoncé à leur étalon monétaire ; les puissances souveraines se sont contentées, lorsqu'elles avaient recours à de tels procédés, soit d'annoncer que la quantité de métal précieux contenu dans leurs pièces était réduite, soit de décréter le cours forcé et la non-convertibilité du billet de banque. Pour la première fois un gouvernement confère à sa monnaie une valeur intrinsèque, indépendante de la quantité de métal fin qu'elle représente, et

proclame comme un des privilèges du pouvoir exécutif le droit de déterminer et de faire varier cette quantité à sa guise. Les raisons invoquées pour confier au Président ce pouvoir exorbitant qu'aucun souverain absolu ne s'était jamais octroyé, sont au nombre de deux et représentent les deux aspects du problème monétaire ; d'une part, ces pouvoirs doivent permettre au Président de stabiliser les prix intérieurs et cela marque le triomphe de la monnaie dirigée ; d'autre part, ils doivent lui permettre de protéger le commerce extérieur contre les effets néfastes de la dépréciation des monnaies étrangères et, par là, apparaissent les raisons pratiques et politiques de cette décision.

La livre sterling et le dollar commençaient une lutte serrée pour la conquête des marchés extérieurs ; la fameuse conférence économique de Londres, convoquée sur l'initiative du gouvernement américain de M. Hoover, allait commencer ses travaux ; on attendait d'elle des solutions internationales pour mettre fin à la crise. Depuis trois ans des barrières protectionnistes de douane ou de change s'étaient élevées entre tous les pays, non seulement en Europe mais aussi dans le monde entier. L'opinion américaine escomptait que la conférence de Londres permettrait une entente monétaire anglo-américaine en établissant un lien fixe entre la livre et le dollar. Cet espoir transperce dans certains passages de l'amendement Thomas : « Au cas, y est-il dit, où le gouvernement des Etats-Unis conclurait un accord avec un ou plusieurs gouvernements en vertu duquel serait établie une relation fixe entre la valeur de l'or et la valeur des monnaies des Etats-Unis et du ou des autres gouvernements, le Président pourra fixer le poids d'or du dollar conformément à cette relation, et ce dollar-or, dont le poids aura été fixé, sera l'unité de valeur, à la parité de laquelle seront maintenues toutes les monnaies frappées ou

émises aux Etats-Unis ; il appartiendra au Secrétaire du Trésor de veiller à maintenir cette parité. »

Néanmoins, le Président ne pourra pas réduire le poids d'or du dollar à moins de 50 % de son poids tel qu'il était avant la promulgation de cette loi. Cette disposition n'est pas une atteinte aux pleins pouvoirs du Président ; elle représente simplement le minimum au delà duquel il juge lui-même qu'il ne sera pas utile d'aller ; elle joue le rôle de dispositif de sûreté au cas où le dollar tomberait sur les marchés étrangers à des niveaux trop inférieurs.

La charte du 12 mai 1933 consacre de façon officielle l'abandon, non pas provisoire, mais définitif, de l'ancien étalon-or. Elle marque la décision irrévocable du gouvernement américain de déprécier sa monnaie d'un pourcentage qu'il se réserve de fixer dans l'avenir et qui dépendra en partie de l'attitude que prendront les gouvernements étrangers. En un sens aussi, elle annonce un autre stade de l'histoire du dollar : celui de la stabilisation à une nouvelle parité, car la loi donne au Président le droit de fixer le contenu métallique de la monnaie, non de la laisser dans le vague ; un jour, il devra accepter un pourcentage déterminé de dépréciation et ce jour-là frapper des pièces d'or et d'argent au nouveau taux adopté. Mais, pendant plusieurs mois encore, le dollar a pu errer en toute liberté et ce n'est qu'à l'automne suivant que le gouvernement américain a commencé à rechercher ce niveau de stabilisation.

L'amendement Thomas contient encore quelques dispositions monétaires, d'un ordre différent, mais non dénuées d'importance. Tout d'abord il confère au gouvernement le droit d'accepter des gouvernements étrangers débiteurs des Etats-Unis le paiement de leurs dettes en métal argent à concurrence de deux cents millions de dollars et sur la base de

50 cents l'once. Le métal ainsi reçu sera, soit frappé et mis en circulation, soit déposé dans les caves du Trésor pour servir de base à une émission de certificats d'argent. La valeur marchande de l'argent étant inférieure à la valeur qui sert de base aux émissions de « Silver certificates » l'opération devait être, dans l'esprit de ceux qui l'avaient proposée, une source d'inflation. En apparence, elle devait permettre aux Etats débiteurs de se libérer à moins de frais qu'en payant en or ; mais cette clause n'a jamais joué que dans une très faible proportion : au moment où elle a été adoptée, les Etats en question, à l'exception de la Finlande, ont tous cessé de payer leurs dettes ou bien n'ont fait que des versements symboliques. La proposition qui leur était faite ne les a pas incités à reprendre leurs paiements.

Enfin, l'amendement Thomas contient une dernière clause qui est destinée à donner plus de souplesse à l'ensemble du système monétaire ; elle prévoit qu'en cas de crise, le Federal Reserve Board peut, sur l'accord de cinq de ses membres, et avec l'approbation du Président, relever ou rabaisser le pourcentage de réserves que les Federal Reserve Banks doivent obligatoirement maintenir vis-à-vis de leurs dépôts. Cette mesure a un double objet : dans les périodes de crise, comme celle de mars 1933, elle doit permettre au système bancaire de franchir sans recours exceptionnels un cap difficile ; dans les périodes d'inflation, elle doit permettre d'imposer la sagesse aux banques adhérentes en les obligeant à conserver des disponibilités abondantes et en restreignant les crédits qu'elles seraient tentées de distribuer trop généreusement.

L'abrogation de la clause or

L'amendement Thomas a, moins d'un mois après sa promulgation, dû être complété par une nouvelle loi du 5 juin 1933, loi dite « pour assurer une valeur uniforme aux monnaies métalliques et fiduciaires des Etats-Unis ». En réalité, cette loi contient surtout l'abrogation, pour le passé, l'interdiction, pour l'avenir, de la clause-or. Pour bien en comprendre la portée, il faut se rappeler que, durant la guerre de Sécession, les Etats-Unis avaient connu une période d'inflation, non pas voulue comme certains en réclamaient une en 1933, mais forcée et pénible comme celle qu'a subie la France à la suite de la guerre ; en 1863, les billets de banque fédéraux, les « greenbacks » ou billets à dos vert par opposition aux certificats d'or dont l'envers était imprimé en jaune, étaient tombés à 35 % de leur valeur ; mais l'or avait continué à circuler, notamment pour le paiement des intérêts de la dette publique et l'acquit des droits de douane. A la suite de cette crise, nombre de créanciers avaient pris l'habitude, et l'usage s'en était conservé jusqu'en 1933, d'inscrire la clause-or dans leurs contrats. Bien mieux, nombre d'obligations fédérales, et notamment les « Liberty Bonds », portent écrit en toutes lettres sur le titre lui-même « Le capital et l'intérêt de ce titre sont payables en monnaie d'or des Etats-Unis de l'actuel étalon de valeur » (The principal thereof shall be payable in United States gold coins of the present standard of value). Quinze jours avant d'abandonner l'étalon-or, le Trésor américain avait encore émis des bons portant spécifiquement cette mention. Les auteurs de l'amendement Thomas avaient pensé porter un coup fatal à la clause-or en disant que toutes les monnaies des Etats-Unis avaient cours légal pour le paiement de toutes dettes publiques ou privées. Mais la question risquait de

revenir sur le tapis sitôt que les tribunaux, et notamment la Cour Suprême, en seraient saisis. Le Secrétaire du Trésor préféra aller au-devant des objections et proposa à cet effet la loi du 5 juin 1933 dont le vote a été précédé d'une importante et intéressante discussion (1).

Les partisans de la clause-or invoquèrent à l'appui de leur thèse les différentes lois qui, depuis la guerre de Sécession, ont solennellement consacré l'engagement du gouvernement de rembourser ses obligations en or et en aucune autre forme de monnaie : « C'est, dirent-ils, en considération de cet engagement solennel que nombre de particuliers, de directeurs d'institutions universitaires ou philanthropiques, de banques mutuelles d'épargne, de sociétés d'assurances sur la vie, ont acheté ces titres ; allons-nous briser cet engagement ? ...La bonne foi d'une nation est son capital le plus précieux... Comment demander aux autres nations de payer leurs dettes si nous-mêmes ne tenons pas notre parole... Notre constitution interdit aux Etats de porter atteinte aux obligations résultant des contrats. Pour quelque raison inconnue, nos pères n'ont pas étendu cette interdiction à la nation. Mais le principe moral reste le même. L'inviolabilité des contrats est la base de notre civilisation. Porter atteinte à cette inviolabilité, c'est préparer sa ruine ».

Les défenseurs du projet gouvernemental ne manquèrent pas non plus d'arguments : « La clause-or, dirent-ils, annihile le droit du gouvernement de créer la monnaie et de déterminer sa valeur ». « La clause-or était devenue presque une clause

(1) Au mois de janvier 1935, la constitutionnalité de cette loi a été, elle aussi, mise en cause, et la question a été portée devant la Cour Suprême, qui n'a pas encore donné sa réponse.

de style, son maintien est incompatible avec l'ordre public. Dans les conditions actuelles, son application intégrale fera crouler tout le système monétaire. L'abolition de cette clause ne dépasse pas les pouvoirs du Congrès, car il a le pouvoir d'émettre la monnaie et d'en déterminer la valeur. De plus, les contrats privés ne restent en vigueur que tant qu'ils ne sont pas contraires à l'ordre public. Dans les conditions actuelles, ces clauses-or portent atteinte aux pouvoirs du Congrès, elles doivent donc disparaître. On ne peut non plus opposer les mentions qui sont portées sur les obligations fédérales, car le gouvernement ne peut, ni par contrat, ni autrement renoncer à son pouvoir souverain. Par conséquent les clauses d'un contrat gouvernemental qui, par la suite, deviennent contraires à l'intérêt public, peuvent devenir nulles et inapplicables. Enfin, il est nécessaire, en ce qui concerne l'avenir, pour le gouvernement comme pour les particuliers, que tous les contrats, qu'ils aient été conclus avant l'abolition de la clause-or ou après, soient placés sur le même pied ».

Les arguments des défenseurs du projet gouvernemental sont, en vérité, assez sophistiques ; mais l'expérience de ces vingt dernières années a prouvé que toutes les fois qu'un pays abandonnait l'étalon-or, les tribunaux trouvaient toujours moyen, par une subtilité quelconque, de rendre inefficaces les clauses-or, au moins celles contenues dans les contrats intérieurs ; il est cependant bien rare que ces clauses fussent aussi précises que celle qui figure sur les obligations fédérales et il est surtout exceptionnel qu'un gouvernement ait inclus la clause-or dans des engagements qu'il prenait avec ses propres nationaux. Mais l'enthousiasme pour le nouveau Président était tel à ce moment, que l'opinion accueillit cette mesure, qui pourtant lésait bien des intérêts, avec des transports de joie.

L'abolition de la clause-or fut promulguée le 5 juin 1933 en même temps qu'un article de loi qui ne reconnaît pouvoir libératoire aux pièces d'or rognées que dans la proportion de leurs poids réel.

Cette loi est la dernière étape dans la destruction du système monétaire américain établi par les lois de 1863, 1879, 1900 et 1913. Dans les mois qui suivirent, nous allons assister aux efforts du gouvernement pour établir un nouveau système.

CHAPITRE III

La recherche d'un niveau de stabilisation du dollar par rapport à l'or (août 1933-septembre 1934)

L'évolution du dollar dans le deuxième semestre de 1933

Pendant toute la période qui s'étend du mois de juin 1933 au mois de janvier 1934, la politique monétaire du gouvernement des Etats-Unis n'a cessé de donner au monde l'impression de la plus grande incohérence. Les conseillers qui entouraient le Président Roosevelt changeaient continuellement. C'est ainsi que pendant les quelques semaines de la Conférence économique mondiale le Président envoya à Londres trois représentants successifs, porteurs, chacun, d'instructions différentes : M. Cox, le professeur Moley et M. Swope. Auprès de lui, le « brain's trust » régnait dans le mystère. Le Secrétaire du Trésor, M. Woodin s'est vu, après quelques mois de disgrâce, remplacé en décembre 1933 par M. Morgenthau junior. Le cours du dollar était à la merci des moindres rumeurs ; il baissait sîtôt qu'un télégramme de Washington annonçait qu'on allait faire de l'inflation et remontait deux jours après quand cette nouvelle était démentie. L'histoire détaillée de toutes ces fluctuations ne serait qu'une suite de commérages. Dans l'ensemble, le mouve-

ment s'est traduit par un abaissement progressif de la valeur du dollar qui est tombé de :

21¹⁵ cours au 16 juin 1933
à 16²⁸ cours au 29 décembre 1933.

Le gouvernement américain n'a rien fait pour empêcher cette baisse ; au contraire, il a fait des efforts très précis pour l'accélérer en achetant de l'or à des prix croissants. Durant cette période, la situation technique du dollar est restée excellente : le stock d'or n'a subi aucune modification appréciable, passant seulement de :

4.315 millions de dollars à fin mai 1933
à 4.323 millions de dollars à fin décembre 1933.

Le montant des billets de banque autres que les certificats d'or ou d'argent n'a guère changé :

4.453 millions de dollars à fin mai 1933
à 4.456 millions de dollars à fin décembre 1933.

La balance commerciale est restée favorable aux Etats-Unis ; en soi, le dollar n'avait donc aucune raison de baisser ; il a fallu, pour arriver à ce résultat que la spéculation et le gouvernement joignent leurs efforts.

Si l'on néglige les déclarations officieuses qui ont abondé dans la deuxième partie de l'année 1933, et que l'on se contente d'examiner les décrets officiellement promulgués par le gouvernement américain, on y découvre, grosso-modo, deux tendances : d'une part, un désir très net d'accélérer la dévaluation ; d'autre part, un désir moins apparent mais aussi réel, de retrouver un fondement normal pour le système monétaire. Ces deux tendances ont abouti au Gold Reserve Act du 30 janvier 1934.

Les décrets des 28 et 29 août 1933

La première mesure monétaire constructive, en date, est le « décret présidentiel du 28 août 1933 relatif à la thésaurisation, l'exportation, la mise en réserve des pièces, lingots ou monnaies d'or, ainsi qu'aux transactions en monnaies étrangères ». Ce décret complète le décret présidentiel du 5 avril 1933 qui avait déjà pour but de combattre la thésaurisation ; il s'en différencie par deux points : les porteurs d'or, au lieu de déposer le métal qu'ils détiennent dans les Federal Reserve Banks, se mettront en rapport avec le Secrétaire du Trésor ou un de ses représentants ; ce changement, en apparence minime, témoigne de la tension latente existant entre le gouvernement et le Federal Reserve System ; il est le signe précurseur de la nationalisation réalisée quelques mois plus tard ; le deuxième point est la conséquence du premier : comme le Trésor n'est pas outillé pour recevoir l'or, les porteurs ne seront pas obligés de le livrer effectivement. Il leur suffira de remplir des formulaires contenant tous les renseignements nécessaires tant sur eux-mêmes que sur leur stock de métal jaune et l'usage qu'ils désirent en faire ; ils adresseront ces formulaires aux percepteurs des contributions directes les plus voisins de leur domicile.

Le même décret tente d'organiser une réglementation complète du régime de l'or. Les détenteurs ne sont dispensés de faire une déclaration que dans les cas suivants :

1° le total des monnaies, lingots et certificats d'or détenu par une même personne ne dépasse pas 100 dollars ;

2° il s'agit de pièces d'or faisant partie d'une collection ;

3° il s'agit d'or détenu avec une autorisation du Trésor ;

4° il s'agit des pièces, lingots et certificats d'or détenus par les Federal Reserve Banks.

L'acquisition de monnaies ou de lingots d'or peut être faite sans licence :

a) par une banque adhérente, pour le livrer immédiatement à une Federal Reserve Bank ;

b) par les personnes qui en font un usage industriel à condition que leur stock ne dépasse pas 100 dollars.

L'acquisition peut en être faite mais avec une licence préalable du Secrétaire du Trésor :

a) pour l'exécution de contrats où des certificats d'or ne peuvent être remplacés par aucune autre forme de monnaie :

b) pour l'exportation lorsque celle-ci est autorisée ;

c) pour les usages industriels.

La détention d'or est autorisée après obtention d'une licence du Trésor :

a) pour l'exécution de contrats où des certificats d'or ne peuvent être remplacés par aucune autre monnaie ;

b) pour les usages industriels ;

c) pour compte de gouvernements étrangers ou de banques d'émission étrangères, à condition que cet or ait été mis en réserve avant le 20 avril 1933 ;

d) dans le cas où il est destiné à être réexporté.

L'exportation de l'or est autorisée après obtention d'une licence du Secrétaire du Trésor :

a) pour l'or mis en réserve pour compte étranger avant le 20 avril 1933 ;

b) pour l'or importé en vue de son affinage et de sa réexportation ;

c) pour l'exécution de contrats antérieurs au 20 avril 1933.

La mise en réserve pour compte étranger est autorisée avec l'acquiescement du Président, dans le cas où le Secrétaire du Trésor estime que l'intérêt public l'exige.

Ce régime est resté en application jusqu'à la fin de l'année 1933.

Le 29 août 1933, le Président Roosevelt publia un deuxième décret autorisant la remise aux bureaux de la Monnaie des Etats-Unis de l'or nouvellement extrait des mines en vue de sa vente éventuelle. Le gouvernement prenait à sa charge le soin de revendre cet or en dehors des Etats-Unis, au prix mondial ; ce décret n'eut que des conséquences minimales, il fut abrogé moins de deux mois après sa publication.

Le décret du 25 octobre 1933

Le 25 octobre 1933, le Président a promulgué un nouveau décret autorisant le dépôt à la Monnaie ou au bureau d'essai des Etats-Unis, de l'or nouvellement extrait. L'or ainsi déposé pourra être acquis par la Reconstruction Finance Corporation à un prix qui sera quotidiennement fixé par le Secrétaire du Trésor. Elle le paiera au moyen de bons à échéance du 1^{er} février 1934 qui seront, chaque jour, évalués à leur prix de remboursement déduction faite de l'escompte du nombre de jours à courir jusqu'à l'échéance au taux de $1/4$ % l'an.

Ce dernier décret a eu une influence prépondérante sur l'évolution de la monnaie américaine pendant l'automne 1933. Le Président Roosevelt a exposé le but qu'il cherchait dans le discours qu'il a prononcé à la T. S. F. trois jours avant sa promulgation. Après avoir rappelé que l'objet de sa politique avait été de relever les prix des matières premières à un niveau qui permette à l'agriculture et à l'industrie de donner du travail aux chômeurs, de rendre possible le remboursement des dettes publiques et privées au niveau de prix auquel elles ont été contractées, de rétablir l'équilibre entre les produits agricoles et les produits industriels, et aussi

d'empêcher les prix de monter plus qu'il n'est nécessaire, le Président reconnaît que les prix, et surtout ceux des produits agricoles, n'ont pas encore suffisamment monté : « Certains, dit-il, demandent que l'on commence par dévaluer définitivement le dollar. Le gouvernement préfère commencer par faire remonter les prix... Lorsque nous y serons parvenus, nous songerons à établir un dollar dont le pouvoir d'achat ne variera pas durant la prochaine génération... Notre dollar subit trop profondément l'influence des accidents du commerce international, de la politique intérieure des autres nations et du désordre politique des autres continents. Pour ces raisons, les Etats-Unis doivent prendre en mains le contrôle de la valeur or du dollar, c'est indispensable pour empêcher que le désordre monétaire ne nous écarte de notre but définitif : le relèvement progressif des prix des matières premières. » Bien que le Président Roosevelt accuse les autres nations de troubler l'évolution de sa politique monétaire, c'est plutôt à l'intérieur de son pays qu'il faut chercher la cause de l'inauguration d'une nouvelle politique ; la vérité profonde, — et le Président glisse dessus rapidement, — c'est que les prix ne montaient pas aussi rapidement qu'il le désirait. L'indice des produits agricoles, après être passé de 42 en mars à 60 en juillet, était retombé à 57 en octobre : le dollar, malgré les bruits d'inflation, ne baissait pas aussi vite que le souhaitaient les autorités de Washington. Ne venait-il pas, le 18 octobre, de remonter à 18 francs 55 après être tombé au-dessous de 17 francs ? Le décret du 23 octobre permit au gouvernement, par l'achat de l'or à prix fixe, de prendre le contrôle du dollar, mais ce fut uniquement dans le but d'en accélérer la chute ; les achats d'or de la Reconstruction Finance Corporation ne portèrent pas uniquement sur de l'or nouvellement extrait (Les quantités en étaient trop faibles) mais

également sur de l'or disponible à l'étranger, principalement à Londres. Le premier cours fixé fut \$ 31³⁵ l'once, correspondant à une parité de Frs : 16,82 par dollar. Il s'éleva progressivement jusqu'à \$ 34 l'once. Pendant les mois de novembre et de décembre, le cours du dollar ne semblait suivre qu'à regret la parité du cours des achats de la Reconstruction Finance Corporation ; il se maintenait toujours à des niveaux un peu supérieurs. Dans l'ensemble, néanmoins, la baisse désirée fut obtenue puisqu'il ne cotait plus que 16²⁸ à fin décembre contre 18⁵⁵ au milieu d'octobre.

Soit que le niveau atteint ait semblé suffisant au gouvernement de Washington, soit que la résistance du dollar à la baisse ait découragé ses efforts, soit que le nouveau Secrétaire du Trésor ait eu des idées plus orthodoxes que son prédécesseur, et sans doute un peu pour ces trois raisons, les derniers jours de 1933 et le début de 1934 furent marqués par l'annonce de mesures que l'on pourrait qualifier de « prestabilisatrices ».

L'ordonnance du 28 décembre 1933

Le 28 décembre 1933, le Secrétaire du Trésor promulgua une ordonnance imposant à tous les détenteurs d'or de le livrer à la Trésorerie des Etats-Unis. N'ont le droit de le conserver que :

1° Les personnes qui le détenaient en vertu d'une licence délivrée suivant les modalités du décret présidentiel du 28 août 1933 ;

2° Les collectionneurs ;

3° Les détenteurs de débris ou de poussière d'or pour une valeur inférieure à 100 dollars, et les propriétaires d'or en cours d'utilisation industrielle ;

4° Les Federal Reserve Banks et la Reconstruction Finance Corporation ;

5° Les personnes possédant de l'or qui est déposé dans les colonies américaines, à condition qu'elles-mêmes n'aient pas de domicile aux Etats-Unis.

Pour raison de commodité, la livraison peut être faite à une Federal Reserve Bank ou à une banque adhérente quelconque pour compte du Trésor américain ; le reçu délivré sera adressé au Secrétaire du Trésor qui paiera aux détenteurs en monnaie légale, le montant de dollars-or qui auront été versés, augmenté des frais de transport et d'assurance qu'ils auront dû supporter pour effectuer cette livraison. L'or en lingot est naturellement payé sur la base de l'ancienne parité légale du dollar, soit \$ 20⁶⁷ par once.

Le décret du 28 décembre 1933 complète et dépasse celui du 28 août 1933, en ce qu'il exige la livraison effective du métal précieux au Trésor, tandis que celui-ci se contentait d'une déclaration d'existence. D'après le Secrétaire du Trésor, le but de ce décret était de « mobiliser les pièces, lingots et certificats d'or de la nation pour protéger le système monétaire pour le bénéfice de tous ». En fait il était destiné à préparer le Gold Reserve Act qui transmet au gouvernement la propriété de tout l'or monétaire existant dans le pays.

Le décret du 15 janvier 1934

Il a été complété, deux semaines plus tard, le 15 janvier 1934, par un troisième décret fixant au 17 janvier à minuit la date extrême à laquelle les propriétaires d'or pourront légalement livrer l'or qu'ils détiennent, en se conformant à l'ordonnance du 28 décembre. Tout individu qui, après cette date, voudra encore livrer de l'or illégalement détenu par lui

devra accepter le prix qu'il plaira au Trésor de fixer. La différence entre le prix ainsi payé par le Trésor et le cours réel du métal représentera une première amende infligée au détenteur qui ne se sera pas conformé à la loi, sans préjudice de l'amende légale et même de la peine de prison qu'il est susceptible d'encourir. Pratiquement, dès le 18 janvier, le Secrétaire du Trésor annonçait qu'il continuerait à accepter les anciennes monnaies d'or à leur valeur nominale et les lingots sur la base de \$ 20⁶⁷ l'once de fin. Mais ce n'était là qu'une gracieuseté de sa part à laquelle il lui était loisible de mettre fin du jour au lendemain. Ces prix représentent une amende de 40 % par comparaison avec les cours auxquels la Reconstruction Finance Corporation achetait l'or étranger, soit 34 à 35 dollars l'once. Ce décret du 15 janvier 1934, d'une portée pratique faible puisqu'il ne change rien à la situation de fait, a surtout une valeur symbolique : il enlève aux anciennes monnaies d'or leur dernière bribe de valeur légale ; il brise le dernier lien qui rattachait le dollar à son ancienne parité ; il fait place nette pour l'organisation du nouveau régime monétaire.

Il importait, avant de créer un nouveau dollar, de le mettre à l'abri des dangers pouvant le menacer de l'extérieur ; c'est l'objet d'un décret du 15 janvier 1934 qui a rétabli le contrôle des changes. On se rappelle que cette mesure, instaurée lors de la grande panique de mars 1933, avait été pratiquement supprimée au mois de mai suivant, car le gouvernement ne voyait jamais le dollar baisser assez vite pour satisfaire ses désirs ; on y avait substitué un simple droit de regard de l'administration sur l'ensemble des opérations financières avec l'étranger. L'ordonnance du 15 janvier 1934 interdit théoriquement les exportations de capitaux : « Toute transaction en monnaie étrangère, tout transfert de crédit entre une ban-

que américaine et une banque étrangère, l'exportation de tout billet de banque américain ou pièce d'argent américaine ayant pouvoir libératoire, est désormais interdite sans une autorisation expresse. Les transactions de change et les exportations de capitaux peuvent néanmoins être faites sans autorisation : a) pour les besoins commerciaux courants ; b) pour les dépenses personnelles de voyage ; c) pour l'exécution de contrats antérieurs au 9 mars 1933. » Ce décret, comme l'ordonnance sur l'or est resté sans conséquences pratiques, parce que, à aucun moment, les Américains n'ont exporté leurs capitaux personnels pour se mettre à l'abri de la dépréciation monétaire, et parce que la balance des paiements n'est jamais devenue défavorable pour les Etats-Unis. Au cas, néanmoins, où une panique se serait produite, ce décret mettait aux mains du Secrétaire du Trésor, l'arme nécessaire pour défendre l'œuvre qu'il était en train de préparer.

Les principes du Gold Reserve Act

Le Gold Reserve Act est l'acte de naissance du nouveau système monétaire américain. Le 16 janvier 1934, le Président Roosevelt déposait sur le bureau de la Chambre des Représentants, « une loi destinée à protéger le système monétaire des Etats-Unis, à permettre un meilleur usage du stock d'or monétaire des Etats-Unis et à toutes autres fins. » Approuvée en première lecture par la Chambre des Représentants le 20 janvier, par le Sénat le 27, et, en deuxième lecture par la Chambre le 29, elle fut promulguée par le Président Roosevelt le 30 janvier 1934, sous le nom de « Gold Reserve Act ».

Sa présentation au Congrès avait été précédée d'un message présidentiel assez conséquent, et d'une grande importance. Il

contient, en effet, l'exposé théorique et la justification technique des mesures dont l'acte lui-même n'est que la réalisation pratique.

Le système monétaire des Etats-Unis reposera désormais sur deux principes qui, aux économistes de l'école libérale, et même à bon nombre de financiers, ont légitimement pu paraître des hérésies.

Le premier de ces principes est que : « La monnaie nationale doit être conservée comme une monnaie saine qui, autant que possible, aura un pouvoir d'achat standard constant et sera adéquate aux besoins de l'usage journalier et de l'établissement du crédit. » Le Président reprend ici deux qualificatifs qu'il avait employés dans sa première adresse au pays : « Nous aurons, avait-il dit, une monnaie *saine* et *adéquate*. » A vrai dire, le qualificatif « adéquate » l'emporte sur le qualificatif « saine », suivant en cela les leçons d'Irving Fisher, de la Ligue pour la monnaie stable, et de tous les promoteurs de la monnaie dirigée ; pour ceux-ci, nous l'avons vu, les variations de l'index général des prix dans un pays quelconque sont dues aux variations non de la production ou de la consommation, mais de la quantité et de la valeur de la monnaie qui sert à mesurer ces prix. Ce sont les variations brusques des prix qui engendrent des déséquilibres et des crises. Pour y remédier il faut maintenir l'index général aussi stable que possible, donc conserver à la monnaie un pouvoir d'achat constant ; il faut que le gouvernement soit libre de faire varier à son gré la quantité de monnaie en circulation, et de fixer ses relations avec les étalons métalliques.

C'est ainsi que le premier principe : « le désir de conserver une monnaie saine et adéquate », entraîne le Président à formuler son deuxième principe : « Le droit essentiel du gouvernement de battre monnaie et d'être le seul gardien et

possesseur des bases ou réserves de métaux précieux garantissant la monnaie. » Admettant, *a priori*, que « l'émission et le contrôle de ce moyen d'échange que l'on appelle la monnaie est une haute prérogative du gouvernement et qu'il en a été ainsi depuis des siècles », le Président ajoute : « Parce qu'ils étaient rares, parce qu'ils pouvaient aisément être divisés et transportés, l'or et l'argent ont été utilisés soit comme monnaie, soit comme fondements pour certaines formes de monnaie, qui n'avaient intrinsèquement en elles qu'une valeur conventionnelle. Théoriquement, un gouvernement pourrait émettre de simples jetons pour servir de monnaie, et ces jetons seraient acceptés pour leur valeur nominale, si l'on était certain que le montant en resterait toujours limité et ne dépasserait jamais le total nécessaire pour satisfaire les besoins journaliers d'espèces de la communauté. Parce que cette assurance ne pouvait ni toujours, ni suffisamment être donnée, les gouvernements ont trouvé que des réserves d'or ou d'argent à la base de leur circulation de papier ou de jetons accroîtraient la stabilité de leur système financier. » Si donc, le Président Roosevelt n'écoutait que la seule logique de ses principes, il donnerait à son pays une monnaie dépourvue de toute base métallique et l'adaptation des quantités émises à la satisfaction des besoins de la population reposerait sur la seule sagesse des gouvernants ! Il semble oublier qu'il y a eu, en Europe, un Law, des assignats et des marks-papier, et dans son propre pays, durant la guerre de Sécession, certaines quantités de billets émis par les Etats du Sud dont la valeur était, en quelques mois, tombée à zéro.

La nationalisation de l'or

Force est donc au Président Roosevelt de convenir que le monde n'est pas encore mûr pour l'établissement d'une monnaie dirigée intégrale. Néanmoins, il admet comme un fruit de l'expérience que la libre circulation de l'or à l'intérieur du pays, soit sous forme de monnaie, soit sous forme de lingots, est non seulement inutile mais même dangereuse, parce qu'elle incite à la thésaurisation et affaiblit le système monétaire en cas de crise. Par conséquent, il va nationaliser tout l'or existant à l'intérieur des frontières.

Aux mains du gouvernement, cet or servira seulement aux règlements des soldes de la balance des comptes, ce qui, soit dit en passant, revient implicitement à reconnaître que l'or reste encore la seule monnaie ayant cours dans tous les pays du monde.

La nationalisation de l'or monétaire des Etats-Unis était préparée depuis près d'un an. Dès son arrivée au pouvoir, le Président Roosevelt avait demandé la livraison de l'or détenu par les particuliers et la publication des noms de ceux qui avaient retiré de l'or des banques au début de 1933 ; en avril, il avait interdit la thésaurisation, en août il avait imposé à toute personne ou société détenant de l'or d'en faire la déclaration au Trésor, en décembre enfin il avait imposé la livraison obligatoire de tout l'or existant dans le pays, soit au Trésor, soit aux Federal Reserve Banks. Il ne restait donc plus qu'un ultime pas à franchir : remettre au Trésor les stocks d'or détenus par les Federal Reserve Banks ; théoriquement, le Président avait le droit de prendre une telle décision, mais elle était si lourde de conséquences qu'il a préféré en demander l'autorisation au Congrès. De plus, une telle mesure désorganisait complètement le système monétaire issu du Federal

Reserve Act ; du jour au lendemain, la circulation fiduciaire se serait trouvée dépourvue de toute base légale.

D'après l'article 2 du Gold Reserve Act, la propriété de tout l'or des Federal Reserve Banks était transférée au gouvernement des Etats-Unis et celui-ci remettait en échange un montant équivalent de certificats d'or. Les Federal Reserve Banks resteront dépositaires de cet or pour le compte du Trésor. Les nouveaux certificats d'or ainsi créés seront analogues aux anciens certificats qui étaient en circulation, mais le libellé en est un peu modifié. A la mention :

« Le présent est un certificat comme quoi il a été déposé au Trésor des Etats-Unis dollars en pièces d'or payables à vue au porteur » sera substituée la rédaction suivante :

« Le présent est un certificat comme quoi il a été déposé au Trésor des Etats-Unis dollars en or, payables à vue, au porteur, conformément à la loi. »

Les termes sont très similaires en apparence, mais ils entraînent des conséquences fort différentes : alors que les anciens certificats étaient remboursables contre tel ou tel poids d'or, les nouveaux ne sont plus remboursables que contre un poids d'or représentant un certain nombre de dollars, le gouvernement américain restant libre de fixer à tout moment la quantité exacte de ce poids.

Ils portent de plus la clause de pouvoir libératoire : « Ce certificat a pouvoir libératoire jusqu'au montant indiqué ci-contre, pour le paiement de toutes dettes et obligations publiques et privées. »

Il sera émis des certificats d'or de toutes les dénominations usuelles, jusqu'à 100.000 dollars inclus (jusque là les plus grosses coupures étaient de 10.000 dollars).

Le transfert au Trésor de tout l'or monétaire a tranché du

même coup la question de savoir à qui devait revenir le bénéfice de la dévaluation. Pourtant la procédure à employer avait, dans le mois qui a précédé le vote du Gold Reserve Act, fait l'objet de nombreuses discussions entre le Président et le gouverneur du Federal Reserve Board, M. Eugène R. Black. Ce dernier soutenait, avec quelques raisons d'ailleurs, que le bénéfice de la dévaluation pouvait très bien revenir au gouvernement sans pour cela que les Federal Reserve Banks fussent dépossédées de leur stock, ainsi que cela s'était passé pour la Banque de France en 1928. Par ailleurs, les gouverneurs des Federal Reserve Banks estimaient qu'en vertu des pouvoirs qui leur étaient confiés par leurs actionnaires et des obligations qu'ils avaient vis-à-vis de leurs créanciers, et notamment de tous les porteurs de Federal Reserve Notes, ils n'avaient pas le droit de se dessaisir d'une partie de leur actif, sans une loi spécifique du Congrès. Néanmoins, tous étaient d'accord pour reconnaître que le gouvernement avait légitimement le droit de bénéficier de toute dévaluation du dollar.

Le Gold Reserve Act prévoit que le bénéfice en question sera comptabilisé sur les livres du Trésor. Au cas où par la suite, le gouvernement jugerait opportun d'augmenter le contenu en or du dollar, il prendrait naturellement à sa charge la perte pouvant en résulter. C'est une hypothèse qu'il est logique d'envisager, mais il faut avouer que jusqu'à ce jour, on n'a jamais vu un gouvernement dans une période de prospérité augmenter le poids en or de son unité monétaire pour empêcher les prix de monter. Peut-être la monnaie dirigée incitera-t-elle les dirigeants futurs à prendre de pareilles décisions.

Pour donner à la réforme toute son ampleur, il était nécessaire de s'assurer qu'une circulation monétaire occulte, basée

effectivement sur l'or, ne s'établît pas, car elle aurait risqué d'entraîner une double cotation des prix, officielle, en dollar-monnaie légale, officieuse, en dollar-or ; elle eût empêché le gouvernement d'avoir sur les prix l'influence qu'il désirait. C'est pourquoi le Gold Reserve Act interdit de façon formelle et définitive la détention, l'acquisition, le transport, la fonte ou le traitement, l'importation, l'exportation, la mise en réserve ou la prise en garde de l'or sous peine de confiscation et d'une amende égale au double de la valeur de l'or saisi. De plus, aucune pièce d'or ne sera frappée aux Etats-Unis, les anciennes pièces seront retirées de la circulation et fondues en barres. Sauf autorisation spéciale du Président, plus aucune monnaie des Etats-Unis ne sera remboursée en or ; néanmoins, les Federal Reserve Banks pourront obtenir effectivement de l'or contre des certificats d'or, chaque fois que le maintien de l'égal pouvoir d'achat de toutes les monnaies des Etats-Unis l'exigera. La réserve garantissant l'émission des Federal Reserve Notes sera représentée par des certificats d'or d'un montant nominal correspondant aux exigences de la loi. Tout l'or sera concentré dans les caves du Trésor, mais tout se passera exactement comme s'il n'y en avait pas, si ce n'est que le jour où la balance des comptes avec l'étranger indiquera des soldes créditeurs ou débiteurs importants, des lingots de métal précieux viendront combler la différence.

Le fonds de stabilisation

Si l'or est appelé à disparaître de la circulation intérieure, il n'en reste pas moins l'instrument de change le plus universellement adopté dans les relations extérieures ; il est donc opportun que le Trésor des Etats-Unis conserve toute sa liberté d'action vis-à-vis des puissances et des monnaies

étrangères. Le Gold Reserve Act confère au Secrétaire du Trésor avec les fonds dont il a la disposition, le droit d'acheter le métal jaune au prix et aux conditions qu'il estime les plus conformes à l'intérêt public. C'est ainsi qu'il avait acheté à des taux progressivement croissants, l'or récemment extrait des mines. Il a de même le droit de vendre à l'intérieur du pays ou à l'étranger toutes les quantités d'or qu'il juge nécessaires et aux conditions et prix qu'il juge bons. Néanmoins, il ne devra se dessaisir de l'or nécessaire à la garantie d'une partie de la circulation monétaire que dans la mesure où cela sera indispensable pour maintenir cette circulation à la parité avec le dollar-or. Enfin il aura le droit d'effectuer toutes les opérations en devises étrangères qu'il estimera nécessaires pour maintenir la valeur d'échange du dollar vis-à-vis des monnaies étrangères. Afin de lui assurer les capitaux très importants que peut nécessiter l'application d'une telle politique, il est constitué, au moyen du bénéfice résultant de la réappréciation du stock d'or, bénéfice dont on verra par la suite qu'il s'est élevé à environ deux milliards sept cent millions de dollars, un « fonds de stabilisation » de deux milliards de dollars. Les sommes non utilisées en devises étrangères pourront servir à l'achat ou au rachat d'obligations du gouvernement. Le fonds de stabilisation est inspiré par celui que le gouvernement anglais avait créé en 1931, après l'abandon de l'étalon-or, afin de conserver le contrôle du marché de la livre ; d'une façon générale, sa création s'impose toutes les fois qu'un pays a détaché sa monnaie d'une base métallique et désire néanmoins la mettre à l'abri des soubresauts que pourrait lui faire subir le jeu de la spéculation. L'existence du fonds américain est limitée à deux ans ; on estime qu'entre temps la monnaie aura été rétablie sur des bases suffisamment solides pour se défendre par son seul

prestige. Pratiquement, le fonds de stabilisation n'est que très peu intervenu sur le marché du dollar, les circonstances ne l'ayant pas exigé.

Stabilisation provisoire

L'amendement Thomas du mois de mai 1933 avait autorisé le gouvernement à déprécier le dollar jusqu'à concurrence de 50 %. Pratiquement, la baisse, par rapport aux monnaies-or s'était arrêtée aux environs de 40 %. Le Président estimait qu'en l'état actuel des événements, il importait de laisser subsister le moins possible d'incertitude, qu'une baisse de 40 % était un minimum nécessaire pour ramener les prix à un niveau normal, mais que, néanmoins, les conditions économiques ne semblaient pas suffisamment brillantes pour permettre dès maintenant une stabilisation légale ; le Gold Reserve Act se contente donc de décider que le poids du dollar-or ne sera en aucun cas fixé à plus de 60 % de sa valeur actuelle. Cet article établit de façon définitive que le nouveau dollar représentera 50 % au minimum, 60 % au maximum de l'ancien. Il appartiendra au Président de prendre une décision entre ces deux limites, mais ses pouvoirs expireront deux ans après la promulgation du Gold Reserve Act.

Si l'esprit qui a inspiré la rédaction du Gold Reserve Act est, dans l'ensemble, l'esprit dévaluateur et directiviste, ces deux mesures : création d'un fonds de stabilisation et limitation des variations du dollar, témoignent, par contre, du désir du gouvernement de rétablir sa monnaie sur une base fixe par rapport à l'or. Elles représentent une concession de la monnaie dirigée au reste du monde avec qui ses partisans ne peuvent pas rompre définitivement toutes relations. Cette concession constitue peut-être une fissure par laquelle les anciennes

théories économiques classiques reprendront le dessus. Elle touche au point le plus vulnérable des théories directivistes : si la monnaie dirigée peut éventuellement se justifier dans un système clos, elle a infiniment plus de mal à se maintenir dans une communauté qui est en rapports journaliers avec des pays où règne un régime différent, et qui risque par des voies avouées ou occultes, de voir s'évader ses capitaux.

Le Gold Reserve Act contient un certain nombre de mesures destinées à mettre la législation existante : National Bank Act, Federal Reserve Act, Second Liberty Bond Act, en accord avec les nouveaux principes, notamment à substituer, en plusieurs endroits, le mot « certificat d'or » au mot « or ». La plupart sont de pures clauses de style ; une mesure cependant a une importance en soi, c'est celle qui élève de 7.500.000.000 dollars à 10.000.000.000 de dollars la limite d'émission des Liberty Bonds et qui en élargit les conditions d'émission.

Le Gold Reserve Act se termine sur quelques lignes qui, en définissant le nouveau dollar, contiennent un reflet de tout le système monétaire que le Président Roosevelt a voulu instaurer : « Toutes les fois, y est-il dit, qu'il est dans cette loi fait allusion à une équivalence entre dollars ou monnaies des Etats-Unis d'une part, et l'or d'autre part, un dollar, ou un dollar valeur nominale d'une quelconque monnaie des Etats-Unis, est égal au nombre de grains d'or à 9/10 de fin que contient, au moment où il y est fait allusion, l'unité standard de valeur, c'est-à-dire aussi longtemps que le Président n'aura pas, en vertu des pouvoirs qui lui sont conférés par l'article 43 du Titre III de la loi du 12 mai 1933, proclamé qu'il le change, 25 grains 8/10 d'or à 9/10 de fin, et par la suite, autant de grains d'or fin à 9/10 de fin que le Président aura décidé en vertu des pouvoirs qui lui sont conférés. »

Dès le lendemain de la promulgation du Gold Reserve Act, ainsi que l'on pouvait s'y attendre, le Président proclamait officiellement la dévaluation du dollar. Il fixait à 15 5/21 grains d'or, à 9/10 de fin, le poids nouveau du dollar tandis que l'ancien était 25 8/10 grains d'or à 9/10 de fin. Le nouveau dollar représentait exactement 59,06 % de l'ancien : il restait une marge disponible de 10 % pour une nouvelle dépréciation éventuelle.

En même temps, le Secrétaire du Trésor annonçait qu'il achèterait tout l'or nouvellement extrait sur la base de 35 dollars par once, sous déduction des frais de frappe et d'une commission de 1/4 de 1 %. Le Secrétaire du Trésor se réserve également le droit d'acheter éventuellement de l'or d'autres provenances et notamment de l'or importé de l'étranger ; mais, dans ce cas, les vendeurs devront faire la preuve que cet or n'a pas été détenu irrégulièrement aux Etats-Unis en violation des ordonnances interdisant la thésaurisation.

De même, la Monnaie vendra de l'or aux porteurs d'une autorisation du Trésor, à 35 dollars par once de fin, plus une commission de 1/4 de 1 %.

Cette proclamation du Président a eu pour effet de rendre effectif le bénéfice réalisé par le gouvernement sur la dévaluation du dollar. Elle met un terme au régime d'incertitude sous lequel vivait depuis neuf mois la monnaie américaine. Le dollar dévalué est devenu pour les Américains une monnaie dirigée non échangeable contre de l'or et doit théoriquement les assurer de la stabilité des prix intérieurs. Vis-à-vis de l'étranger, le dollar a été rétabli sur une base-or ; cette base est susceptible d'être modifiée par un simple décret présidentiel. Mais, après quelques mois d'expérience, elle semble avoir donné satisfaction aux dirigeants de l'économie

américaine et il n'y a aucune raison apparente qu'elle soit modifiée dans les circonstances actuelles.

Depuis le mois d'août 1934, le change américain a fonctionné exactement comme un change-or, le gouvernement a vendu et acheté de l'or, toutes les fois que le dollar atteignait les limites qui aurait été ses gold points, si l'étalon-or avait joué. Au mois de novembre 1934, il a pu lever les dernières restrictions de change.

CHAPITRE IV

La résurrection du bimétallisme

Les origines du réveil du bimétallisme

La dévaluation progressive du dollar d'avril 1933 à janvier 1934 n'a pas eu sur les prix intérieurs l'influence bienfaisante qu'en attendaient les autorités fédérales. La hausse ne s'est pas produite dans les proportions, ni surtout de la façon dont les gouvernants la désiraient. L'indice général des prix de gros a passé de 60 en mars 1933 à 71 en décembre de la même année, soit une hausse seulement de 18 %. Comme, durant la même période, le dollar avait perdu 40 % de sa valeur, les prix sur la base de l'or avaient continué à baisser.

Sans doute la hausse apparente était-elle plus marquée pour les produits agricoles jouissant d'un marché international que pour les autres matières premières. Pour celles-ci, elle avait atteint 30 % (indice 43 en mars, indice 56 en décembre), pour ceux-là, 15 % seulement (indice 66 en mars, indice 78 en décembre).

Mais l'évolution des prix agricoles laissait apparaître un symptôme fort inquiétant. La première période d'inflation les avait vivement stimulés, l'indice étant passé de 43 en mars 1933 à 60 en juillet ; par la suite, et malgré la baisse dirigée et voulue de la devise américaine, les prix agricoles retom-

bèrent de l'indice 60 à l'indice 56. L'avantage des fermiers, qui était très net au mois de juillet 1933, puisque le pourcentage de hausse des produits agricoles dépassait le pourcentage, et de dévaluation du dollar, et de hausse des objets fabriqués, avait donc tendance à s'évanouir ; la spéculation était très certainement responsable de la première hausse violente des produits agricoles ; ultérieurement, la dévaluation, comme un remède trop souvent administré à un malade, ne jouait plus son rôle de stimulant.

De plus, elle n'avait pas entraîné l'inflation attendue ; malgré la multitude de signes fiduciaires mis à la disposition de l'organisme bancaire, celui-ci, plus conservateur que le gouvernement fédéral, n'en avait pas fait usage ; il avait continué sa politique de prudence vis-à-vis de l'industrie et du commerce.

Le total des prêts des banques du Federal Reserve System, à leur clientèle qui était tombé de 13 milliards 905 millions au 31 décembre 1932, à 11 milliards 337 millions au 30 juin 1933, pour remonter à 11 milliards 523 millions au 25 octobre 1933, était retombé à nouveau à 11 milliards 315 millions en décembre. En moins d'une année, la dépréciation avait épuisé son efficacité ; l'arme s'était émoussée.

C'est sans doute en constatant ces résultats peu encourageants qu'au début de 1934 le président Roosevelt a décidé de changer de méthode. Par le Gold Reserve Act il a mis fin à son expérience de dévaluation sur l'or et reporté ses espoirs sur un système qui avait été plus d'une fois condamné et qui était presque tombé dans l'oubli : le bimétallisme.

La question de savoir si l'or seul, si l'argent seul ou l'or et l'argent conjointement, devaient être pris comme fondement des systèmes monétaires, avait occupé les économistes durant

toute la deuxième moitié du XIX^e siècle. Pendant que les savants discutaient, l'argent baissait et s'éliminait de lui-même en tant qu'étalon monétaire.

A la veille de la guerre, toutes les grandes nations, à l'exception de quelques pays d'Extrême-Orient, avaient adopté le monométallisme-or. Les Etats-Unis avaient longtemps résisté à cette tendance ; ce n'est que par une loi du 14 mars 1900 qu'ils avaient définitivement établi leur monnaie sur la base de l'or. Ils étaient un des rares pays où le bimétallisme avait encore conservé des partisans acharnés. Dans certains Etats de l'Ouest, les dollars d'argent n'ont même jamais cessé de circuler !

Cette attitude a une raison au fond très naturelle. Sur une production mondiale de 163 millions d'onces d'argent, en 1933, les Etats-Unis ont produit à eux seuls 21 millions. L'extraction et le raffinage de l'argent sont donc deux industries que le gouvernement fédéral avait tout intérêt à protéger.

Si, de plus, on examine une carte minière et agricole d'Amérique du Nord, on s'apercevra que les mines d'argent ou de plomb argentifère se trouvent principalement dans les Etats de Middle-West et du Nord-Ouest. (Montana, Nevada, Colorado, Utah, Missouri, Idaho, Oklahoma et Kansas), qui sont également de grands producteurs de blé et de maïs, donc très touchés par la baisse des produits agricoles.

La dévaluation du dollar n'ayant pas réussi à faire renaître la prospérité dans les fermes américaines, on vit alors les anciens partisans de l'inflation réclamer de toutes leurs forces le retour au bimétallisme, et à leur tête, on trouve le sénateur Thomas, de l'Oklahoma, le sénateur Borah, de l'Idaho, le sénateur Wheeler, du Montana, les sénateurs Pittmann et Mac Carran, de Nevada. Ils y trouvent un double avantage : d'une part, en faisant acheter de l'argent par le Trésor, ils enrichis-

sent les Etats qu'ils représentent ; d'autre part, comme l'argent vaut, commercialement, de 40 à 45 cents l'once, et que les pièces d'argent sont frappées et les silver certificates émis par le Trésor sur la base de \$ 1²⁰ l'once, on peut, en achetant pour un milliard de dollars d'argent, augmenter la circulation de deux milliards ou deux milliards et demi.

La politique argentiste sera donc en même temps une politique d'inflation, inflation limitée puisque le montant des dollars émis ne dépassera pas, au cours actuels, de plus de 150 % le total du métal qui est en réserve, mais inflation néanmoins et qui pourra donner naissance à une masse fort appréciable de crédits additionnels.

Tant par les délais qu'il a pris pour promulguer les diverses mesures argentistes votées par le Congrès, que par la lenteur qu'il a mise à les appliquer, le Président Roosevelt ne semble pas avoir été très convaincu de l'influence bienfaisante de ce programme ; pourtant, comme les possibilités d'inflation qu'il contient sont relativement limitées, le Président l'a adopté au début de 1934, au moment même où il se décidait à rétablir provisoirement le dollar sur une nouvelle base or.

Si c'est à partir de l'adoption du Gold Reserve Act que la politique du gouvernement fédéral s'oriente très nettement dans un sens favorable aux argentistes, dès l'arrivée au pouvoir du parti démocrate on peut retrouver à leur égard une attitude infiniment plus conciliante que celle du gouvernement Hoover. On a déjà vu plus haut, en étudiant le Farm Relief Act du 12 mai 1933, que celui-ci contenait deux clauses favorables aux argentistes ; d'une part, il autorisait les gouvernements étrangers à s'acquitter de leurs dettes vis-à-vis des Etats-Unis jusqu'à concurrence de deux cents millions de dollars, en argent, sur la base de 50 cents l'once ; d'autre part, il permettait au Président de faire frapper à son gré, et en

quantité illimitée, des pièces d'or et d'argent. En dehors des monnaies divisionnaires, il n'y avait plus à ce moment en circulation que vingt-huit millions de dollars-argent. Le président n'a pas usé des pouvoirs qui lui étaient conférés, et la frappe des monnaies d'argent n'a pas repris. La satisfaction donnée aux argentistes était purement platonique.

La Conférence de Londres

Quelques semaines après la promulgation du Farm Relief Act, s'ouvrait la Conférence Economique Mondiale, à Londres. On sait par quel piteux échec elle se termina, sans même arriver à trouver une motion conclusive sur laquelle tous les délégués eussent pu se mettre d'accord. Sur un point pourtant, huit nations (sur les soixante-six représentées à la conférence), aboutirent à une entente.

Le 22 juillet 1933, l'Australie, le Canada, la Chine, les Etats-Unis, l'Inde, le Mexique, le Pérou, l'Espagne signaient un compromis d'une durée de 4 ans au sujet de l'argent. Ces huit Etats, qui sont les principaux producteurs ou détenteurs d'argent, ont accepté d'unir leurs efforts pour soutenir et stabiliser les cours de ce métal.

A cet effet, ils ont recommandé aux autres nations participantes de cesser d'émettre des pièces d'argent d'une finesse inférieure à 800/1.000, de s'efforcer de remplacer, dans la circulation fiduciaire, les petites coupures par des pièces d'argent, de s'abstenir de toute mesure qui aurait pour effet de faire baisser la valeur de l'argent. Entre eux, ils ont convenu que la Chine ne vendrait pas d'argent provenant de la fonte de la démonétisation de ses monnaies, que l'Inde n'en vendrait pas plus de trente-cinq millions d'onces par an, et l'Espagne pas plus de cinq millions. En échange, l'Australie, le Canada,

les Etats-Unis, le Mexique et le Pérou se sont engagés à absorber pour des besoins monétaires, chaque année, sur leur propre production, trente-cinq millions d'onces. Les seuls Etats-Unis, pour leur part, ont accepté d'en acheter à leurs producteurs, nationaux ou autres, plus de 24 millions 400.000 onces, c'est-à-dire un peu plus que la production totale des Etats-Unis pendant l'année 1932 (24 millions d'onces). L'accord a été ratifié par les Etats-Unis au mois de décembre 1933, au moment où l'on commençait à s'apercevoir du peu d'effet de la dépréciation monétaire ; il est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1934. Il entraînait, pour le gouvernement fédéral, l'obligation d'absorber toute sa production nationale d'argent.

A cet effet, le décret présidentiel du 21 décembre 1933 prévoyait que la Monnaie des Etats-Unis achètera, à partir de la date de publication du décret, à tout producteur, l'argent extrait des mines après le 21 décembre. Il appartiendra naturellement au vendeur, producteur ou raffineur d'apporter la preuve que le minerai a bien été retiré de la mine après la date ci-dessus. La Monnaie, après examen du métal présenté ainsi que des justifications fournies, paiera le présentateur en pièces d'argent, mais elle retiendra 50 % de l'argent présenté à titre de frais de fabrication, ce qui reviendra à dire qu'elle achètera l'argent nouvellement extrait à 64,5 cents l'once, tandis que le prix monétaire est de \$ 1²⁹ l'once. Ce prix laisse néanmoins aux producteurs un bénéfice appréciable puisque, sur le marché libre, ils n'auraient pu en obtenir que 44 ou 45 cents au plus. Dans ces conditions, le gouvernement a été obligé d'établir un contrôle serré des producteurs et raffineurs d'argent pour éviter qu'on ne présente à la Monnaie du métal de provenance étrangère.

Ce décret n'avait pour but que de se conformer aux engagements pris à Londres ; en dehors de la fixation du prix

d'achat, laquelle d'ailleurs constitue un beau cadeau aux producteurs d'argent, il ne contient rien de plus que l'accord signé en juillet 1933.

Le Gold Reserve Act

Moins d'un mois après sa promulgation, le Congrès inscrivait dans le Gold Reserve Act un certain nombre de dispositions préparant le prochain retour de l'argent en tant qu'étalon monétaire.

Le Président, y est-il mentionné, pourra décréter que toutes les personnes qui, en vertu du décret du 21 décembre 1933, apportent de l'argent à la Monnaie des Etats-Unis, pourront, au lieu d'être payées en pièces d'argent, être payées en silver certificates. Il pourra également faire frapper des pièces d'argent, ou émettre des silver certificates avec tout l'argent qui se trouve dans les réserves du Trésor, sur la base du prix monétaire de l'argent, soit \$ 1²⁹ par once d'argent ; comme le gouvernement l'achète sur la base de 64,5 cents l'once, la marge d'émission de billets gagés théoriquement à 100 % par du métal argent, mais pratiquement gagés à seulement 33 %, se trouve doublée.

La loi donne également le droit au Président d'acheter de l'argent à l'étranger ; les frais de fabrication pourront, pour ces achats, être différents de ceux que la Monnaie compte pour l'argent nouvellement extrait des mines américaines ; pratiquement, cela revient à autoriser le Président à acheter de l'argent sur le marché au prix normal du commerce.

Ces mesures, dans l'esprit de leurs auteurs, devaient servir à augmenter de façon importante la circulation des silver certificates. Mais le Président n'a fait qu'un usage limité des pouvoirs qui lui étaient conférés.

Afin d'éviter que leur abondance ne risque de les déprécier, le Gold Reserve Act confère aux silver certificates émis en vertu des dispositions ci-dessus un pouvoir libératoire illimité, comme aux autres monnaies des Etats-Unis.

Le Président a le droit de faire varier le contenu métallique du dollar-argent, comme celui du dollar-or ; il peut réduire sa valeur du même pourcentage. Cette mesure de précaution prévoit des éventualités lointaines nécessitant une réadaptation du système actuel, soit que l'argent se rapproche à nouveau de son pair monétaire, soit que la monnaie se déprécie suffisamment pour que le dollar-argent retombe à sa valeur commerciale.

Cette clause place entre les mains du Président un nouvel instrument d'inflation. M. Roosevelt ne trouva pas l'occasion d'en faire plus d'usage que des autres. Etrange paradoxe d'un pays où les dirigeants mettent à la disposition de leurs concitoyens plus de facilités de crédit qu'ils n'en désirent et où il ne se trouve personne pour en profiter !

Les achats d'argent nouvellement extrait se poursuivirent au rythme prévu ; du 1^{er} janvier au 13 juillet 1934, ils se montèrent à 10.192.000 onces ; pendant la même période, la circulation de dollars d'argent augmenta de moins d'un million de dollars ; quant à celle des silver certificates, elle se trouva ramenée de 407 millions de dollars à 399 millions de dollars.

Décidément, toutes les mesures prises sur les instigations des argentistes ne produisaient que de maigres résultats. Ceux-ci continuaient néanmoins à faire pression sur le Président car les produits agricoles ne montraient que de bien vacillantes dispositions à la hausse, tandis que le prix de la vie commençait à se ressentir sérieusement de la dépréciation du dollar. Les premiers avaient passé de l'indice 56 en décembre 1933 à l'indice 61 en février 1934, mais ils étaient retombés à l'indice

60 en mai 1934 ; pendant ce temps, le prix de la nourriture au détail avait passé de l'indice 104 à l'indice 108.

Le Silver Purchase Act

Le 22 mai 1934, le Président Roosevelt déposait sur le bureau du Congrès un important projet de loi en faveur de l'argent : le « Silver Purchase Act ». D'après le message qu'il a adressé au Congrès à cette occasion, le projet est destiné à compléter la réforme du système monétaire et financier qu'a commencé le Gold Reserve Act : « Il est clair, dit-il, que nous devons nous efforcer aussi rapidement que les conditions le permettront, d'élargir la base métallique de notre système monétaire et de stabiliser à un niveau plus équitable le pouvoir d'achat et de paiement de dettes de notre monnaie. Il est également clair que nous ne devons pas négliger la valeur d'un accroissement de l'usage de l'argent pour l'amélioration de notre système monétaire. — Depuis 1929, cela est évident. »

Cela est tellement évident que le Président Roosevelt n'éprouve pas le besoin d'en donner d'autres preuves. A vrai dire, l'élargissement de la base métallique d'un système monétaire qui a une circulation fiduciaire totale d'un peu plus de 5 milliards 300 millions de dollars et des réserves d'or de plus de 7 milliards 900 millions de dollars, semble difficilement concevable ! Quant à la valeur de l'argent en tant qu'étalon complémentaire, elle a été fort discutée, et, dans l'ensemble, plus critiquée qu'encouragée.

Puisque le Président semble si convaincu du pouvoir bien-faisant de l'étalon-argent, il n'y a qu'à le suivre et à l'observer dans la voie nouvelle où il s'engage. Le décret du 21 décembre 1933 lui a permis d'appliquer l'accord de la conférence de Londres. Le fonds d'égalisation des changes créé par le « Gold

Reserve Act » a permis d'effectuer des achats d'argent à l'étranger. Il s'agit pour le Président de généraliser cette politique.

Le but cherché se trouve exposé avec clarté et netteté au début même du texte de la loi, art. 2 : « Il est, par la présente, déclaré que la politique des Etats-Unis est d'augmenter la proportion de l'argent par rapport à l'or dans le stock monétaire des Etats-Unis, en vue de parvenir finalement à acquérir et à conserver $\frac{1}{4}$ de la valeur monétaire de ce stock en argent. »

L'objectif final que le Président donne à sa politique de l'argent a au moins un avantage, c'est celui d'être lointain. Dans l'état actuel des réserves d'or du Trésor, il correspond environ à 1.300.000.000 d'onces d'argent, alors que la totalité de l'argent disponible sur tous les marchés mondiaux n'atteint que 600.000.000 d'onces (1). Autrement dit, le Silver Purchase Act ouvre pour le Trésor une ère quasi illimitée d'achats d'argent. Le Secrétaire du Trésor est autorisé à acheter aux Etats-Unis ou à l'étranger toutes les quantités qu'il juge bonnes, mais il ne devra pas payer plus de 1 dollar 29 l'once pour l'argent acheté à l'étranger, et plus de 50 cents l'once pour l'argent existant aux Etats-Unis même avant le 1^{er} mai 1934. L'argent nouvellement extrait continue jusqu'à nouvel ordre à être payé 64,5 cents l'once. Lorsque, hypothèses bien improbables, le cours commercial de l'argent aura dépassé sa valeur monétaire ou que les réserves d'argent représenteront plus d'un quart des réserves métalliques du pays, le Secrétaire du Trésor pourra vendre une partie du stock au prix du marché.

En contre-partie de tous les achats d'argent qu'il effectuera en vertu de cette loi, le Secrétaire du Trésor devra obligatoirement

(1) V. *Financial Chronicle*, 26 mai 1934, p. 3.531.

ment imprimer et mettre en circulation des silver certificates dont le montant sera égal, au minimum, au prix coûtant de l'argent acheté, et, au maximum, à sa valeur monétaire. Jusqu'à présent, on a vu que les achats d'argent nouvellement extrait s'étaient effectués sans qu'il y ait eu émission effective de silver certificates, les achats ayant été payés avec d'autres moyens de paiement légaux, et l'argent acheté était venu grossir les réserves du Trésor. La nouvelle loi impose une augmentation obligatoire de la circulation des silver certificates, fut-ce aux dépens des autres formes de monnaie. Elle étend à tous les silver certificates, émis ou à émettre, le pouvoir libératoire que le Gold Reserve Act limitait aux billets émis en vertu des clauses qui y étaient incluses.

Le Silver Purchase Act a fait de l'argent un véritable étalon monétaire au même titre que l'or, étalon secondaire néanmoins puisque, vis-à-vis de l'étranger, il ne pourra servir à combler les déficits de la balance des comptes qu'en proportion de sa valeur commerciale, laquelle est bien inférieur à sa valeur monétaire, mais étalon tout de même puisque les certificats d'argent ont, à l'intérieur du pays, exactement la même valeur que les certificats d'or.

Pour être logique avec lui-même et fidèle à ses théories d'économie dirigée, il importait que le gouvernement pût contrôler la possession, l'achat, la vente, l'exportation, l'importation et le transport de l'argent de la même façon exactement qu'il pouvait contrôler les opérations correspondantes concernant l'or. La loi donne au Secrétaire du Trésor les pouvoirs nécessaires et prévoit des punitions identiques à celles qui frappent l'infraction des lois sur l'or.

Le 28 juin 1934, dès la loi votée par le Congrès, le Secrétaire du Trésor a interdit l'exportation de l'argent, sauf dans les cas suivants :

a) *Cas pour lesquels l'exportation est autorisée
sans l'obtention d'une licence préalable*

Objets fabriqués en argent et dont la valeur ne provient pas principalement du métal qui s'y trouve inclus.

Métaux argentifères contenant moins de 50 troy onces d'argent fin par courte tonne.

Monnaies d'argent.

b) *Cas pour lesquels l'exportation est autorisée
mais avec une licence préalable*

Accomplissement d'un contrat antérieur au 28 juin 1934.

Argent appartenant à un Etat étranger ou à une banque centrale étrangère.

Argent importé pour réexportation immédiate.

Argent d'une finesse inférieure à 800/1000.

Pour tous motifs que le Président juge bons.

Toujours par analogie, le Silver Purchase Act permet au Président, à un moment quelconque, d'exiger la livraison de tout l'argent existant aux mains des particuliers, auquel cas, l'argent sera payé par le Trésor à un prix qui ne sera pas inférieur au prix commercial courant, et au moyen, soit de pièces d'argent, soit de tel autre instrument monétaire ayant cours légal, qui siéra au Trésor.

Enfin, comme les achats du Trésor peuvent se faire à des cours supérieurs aux cours normaux, et afin d'éviter que des spéculations exagérées ne s'engagent sur le métal, le Silver Purchase Act prévoit que toutes les transactions sur l'argent, source d'un bénéfice quelconque pour le vendeur, seront passibles d'une taxe égale à 50 % de son bénéfice, et établit un

système de memorandum pour chaque transaction permettant de suivre la rigoureuse application de la loi.

Le Silver Purchase Act déposé sur le bureau du Congrès dès le 22 mai 1934, ne fut finalement voté que le 13 juin 1934 et signé par le Président le 19 juin 1934. Dès sa promulgation, il fut mis en pratique et les achats d'argent commencèrent aux environs des taux du marché, c'est-à-dire à 45 cents l'once. Ils se traduisirent immédiatement par une augmentation des silver certificates en circulation qui passèrent de 399 millions de dollars à fin juillet, à 437 millions de dollars à fin août.

La Nationalisation de l'Argent

Moins de deux mois après l'approbation du Silver Purchase Act, le 9 août 1934, le Président Roosevelt, continuant la politique d'assimilation des deux métaux précieux, et conformément d'ailleurs aux stipulations de la loi du mois de juin, décréta la nationalisation de l'argent. Tous les détenteurs d'argent durent livrer les quantités de métal qu'ils possédaient à la Monnaie des Etats-Unis ; on le leur paya au pair monétaire, sous déduction de 61 8/25 % de frais de fabrication, c'est-à-dire à 50 cents l'once. L'argent nouvellement extrait continue à être payé 64,5 cents. On n'a le droit de conserver de l'argent que sous les formes suivantes :

- a) pièces d'argent domestiques ou étrangères ;
- b) argent d'une finesse inférieure à 800/1000 ;
- c) argent nouvellement extrait des mines ;
- d) argent utilisé pour des besoins industriels, en quantités inférieures à 500 onces ;
- e) argent appartenant à des gouvernements ou à des banques centrales étrangères ;

- f) argent inclus dans des objets fabriqués ;
- g) argent pour lequel on a obtenu une licence du Trésor (usage industriel en quantités supérieures à 500 onces, réexportation, accomplissement de contrats antérieurs).

Des silver certificates sont émis en contre-partie de tout l'argent acheté en vertu des ordres présidentiels : la fin de l'année 1934 a naturellement montré une notable augmentation des certificats d'argent en circulation.

La nationalisation de l'argent marque actuellement le dernier stade de la politique monétaire du gouvernement américain. Reprenant l'expression que l'on appliquait autrefois au système monétaire français tel qu'il fonctionnait depuis la Convention de l'Union latine jusqu'en 1914, et bien que la réalité fut fort différente, on pourrait dire qu'elle a fait du système monétaire américain, un « bimétallisme boiteux ». L'or peut gager les émissions de gold certificates et de tous les billets de banque ; l'argent ne peut servir de gage qu'aux silver certificates, mais ceux-ci peuvent actuellement atteindre le triple de la valeur du métal, et même plus si l'argent baissait à nouveau. Gold certificates, silver certificates et billets de banque ont tous cours légal. Sur ce « bimétallisme boiteux » vient se superposer un système de monnaie dirigée, qui a mis entre les mains du gouvernement fédéral, non seulement la totalité des réserves métalliques, mais également le droit de les estimer en unités monétaires, à tel prix qu'il lui plaira.

Jamais on n'a vu concentrés en aussi peu de personnes des pouvoirs aussi étendus ! Et tout cela, pourquoi ? Dans l'espoir, au moyen de manipulations savantes, de faire renaître une fuyante prospérité. Mais l'organisme économique auquel on voulait, par des moyens aussi nombreux qu'anormaux, injecter cette forte dose d'inflation monétaire, a refusé de l'absor-

ber, tout comme l'organisme bancaire, a préféré ne pas utiliser les facilités que le gouvernement mettait à sa disposition, plutôt que de consentir à sa clientèle des avances qu'il jugeait imprudentes.

CONCLUSION

Trois idées, semble-t-il, ont présidé à l'œuvre, encore inachevée, du Président Roosevelt ; elle commença par une tentative de « monnaie dirigée » ; elle fut, et est encore une grande expérience d' « économie dirigée » ; elle est, et surtout sera, une réforme profonde du système bancaire.

De toutes les mesures prises par le Président, la dépréciation du dollar est, sans aucun doute, celle qui a fait le plus de bruit dans le monde. Il est incontestable que, sur le moment, elle détermina une réaction brusque et salutaire de l'organisme économique ; mais son influence ne nous semble pas durable : l'opération avait été présentée à l'opinion publique comme le prélude d'un régime monétaire nouveau : c'était, disait-on, l'avènement de la monnaie dirigée ; à l'empirisme de nos ancêtres pour qui le dollar, le franc, ou la livre sterling représentaient simplement un poids convenu d'or, le Président Roosevelt substituait des procédés scientifiques, qui devaient lui permettre de contrôler de façon permanente le pouvoir d'achat du dollar. De la stabilité des prix renaîtrait la prospérité.

Oublions pour un instant cette savante présentation et contentons-nous d'examiner les faits avec un peu de bon sens ! Nous nous apercevrons alors, que le Président Roosevelt n'a rien inventé. Ce qu'il a fait le 19 avril 1933, bien des souve-

rains l'ont fait avant lui. Le roi de France Philippe le Bel, pour ne prendre que l'exemple le plus généralement invoqué, avait plus d'une fois altéré les monnaies pour combler les déficits de son budget. De nos jours, les républiques sud-américaines ont fréquemment utilisé cette méthode, et les nations européennes ont également été obligées d'y avoir recours, pour alléger les charges écrasantes que la guerre avait fait peser sur leurs finances publiques.

La dévaluation du dollar a été faite pour venir en aide à une classe particulière de la population : les fermiers ; mais cette cause mise à part, elle ressemble comme une sœur à toutes celles qui l'ont précédée.

Le résultat une fois obtenu, les savantes théories ont été oubliées, et de notables variations de l'indice général des prix n'ont pas empêché le dollar de se maintenir, avec une sagesse exemplaire, entre les « gold points » qui lui ont été fixés au mois de janvier 1934.

La « monnaie dirigée », en tant que théorie, a aujourd'hui moins de partisans qu'elle n'en avait il y a deux ans ; fermiers et exportateurs ont obtenu ce qu'ils demandaient. Le résultat n'a pas répondu à leurs espoirs, mais ils se rendent compte que toute nouvelle dépréciation entraînerait une hausse beaucoup plus sensible du coût de la vie, et leurs réclamations se sont tues.

Un courant d'opinion de plus en plus fort se dessine en faveur d'une stabilisation légale du dollar. La nécessité d'un retour éventuel à l'étalon-or est presque unanimement acceptée ; on ne discute plus que sur le choix du moment opportun pour prendre cette décision. Peut-être, et si paradoxal que cela puisse paraître, l'expérience américaine de monnaie dirigée se terminera-t-elle par l'inscription dans la constitution du contenu métallique du dollar !

**

Les efforts très nets du Président Roosevelt pour prendre en main la distribution et la répartition du crédit ne prennent leur véritable portée que si on les réintègre dans l'ensemble de son expérience « d'économie dirigée ».

L'Agricultural Adjustment Act (l'A. A. A.) et le National Recovery Act (le N. R. A.) renferment l'essentiel de cette organisation nouvelle de la collectivité américaine, dans les détails de laquelle il serait trop long d'entrer. Nous nous contenterons de rappeler que les premiers résultats obtenus par cette application des théories de l'économie dirigée ont paru satisfaisants. Les représentants des différentes industries se sont trouvés d'accord pour reconnaître que, dans l'ensemble, l'année 1934 avait été moins mauvaise que l'année 1933 ; mais tellement d'éléments différents sont intervenus, qu'il est bien difficile de savoir auquel il faut attribuer le mérite de la « reprise ». Est-elle le résultat de ce « doppage » que constitue la dévaluation ? Faut-il y voir la conséquence de la réduction des heures de travail, de l'augmentation des salaires, de la restriction de l'emblavement ? ou bien n'est-elle pas tout simplement le retour cyclique d'une période de prospérité après quatre années de crise ?

En restant sur le terrain financier, on ne peut faire qu'une seule constatation certaine ; c'est que l'économie dirigée a entraîné un accroissement considérable de la dette publique aux Etats-Unis ; celle-ci a passé de 21 milliards de dollars en mars 1933 à 27 milliards en octobre 1934, et atteindra 34 milliards en juin 1936. Pour assurer le service de ces emprunts, des impôts nouveaux ont dû être créés ; ils ont paru lourds, mais sont insuffisants. Le dernier exercice budgétaire s'est terminé par un déficit de 2.800 millions de dollars.

Une politique financière analogue aurait en quelques mois mené à la ruine n'importe quelle nation européenne. Les Etats-Unis sont un pays encore jeune ; ils peuvent se permettre des fantaisies qui sont interdites à d'autres. Leur dette publique, malgré une population triple, n'est pas plus élevée que celle de la France. Les impôts, augmentés récemment, sont encore légers vis-à-vis de ceux que l'on paye en Europe. Le sol américain contient des milliards de ressources inexploitées. Enfin, la dévaluation du dollar a rapporté plus de deux milliards au Trésor et, automatiquement, réduit de 40 % sa dette.

Grâce à leurs richesses naturelles et à leurs réserves latentes, les Etats-Unis peuvent pousser l'expérience d'économie dirigée beaucoup plus à fond que les autres pays. Ils s'y sont lancés avec l'enthousiasme d'une nation jeune, l'avenir montrera s'ils ont eu raison.

★★

Les bienfaits que le Président Roosevelt peut attendre de la « monnaie dirigée » et de l' « économie dirigée » restent problématiques. Y a-t-il un élément plus solide et plus durable dans sa réforme du système bancaire ? Oui, sans aucun doute. M. Roosevelt laissera les banques de son pays mieux organisées, mieux adaptées et plus saines qu'elles ne l'étaient à son arrivée au pouvoir. C'est sur elles que le peuple américain avait voulu faire peser la responsabilité de la crise ; l'accusation n'était pas tout à fait justifiée ; le vrai coupable, c'était lui-même, parce qu'il avait joué à la bourse, parce qu'il avait suréquipé ses usines, parce qu'il avait produit plus de blé, de maïs et de coton que le monde entier ne pouvait en consommer ; mais les banques avaient eu un tort également : elles avaient laissé les spéculateurs, les industriels et les fermiers

commettre toutes ces extravagances. Bien mieux, elles les avait aidés en leur fournissant les crédits dont ils avaient besoin.

Auraient-elles pu arrêter cette frénésie de spéculation ? Oui, sans doute, s'il y avait eu quelqu'un pour leur imposer des directives. Mais le Federal Reserve System s'est montré au-dessous de sa tâche.

Les réformes actuellement réalisées sont excellentes en soi, mais elles sont encore insuffisantes ; ce qu'il faudrait, c'est renoncer à la distinction des National Banks et des State Banks, autoriser les banques à avoir des succursales dans tout le pays, uniformiser la circulation fiduciaire, en confiant le soin de son émission à un établissement unique, autonome et plus indépendant que l'actuel Federal Reserve Board. Une telle réforme rendrait inutiles les réglementations toulues et compliquées, que l'on a imaginées pour séparer les banques de dépôts et les banques d'affaires ; la distinction se ferait d'elle-même. La garantie des dépôts bancaires deviendrait également inutile, si l'on laissait se créer des établissements assez puissants pour donner tous apaisements à leur clientèle.

De nouveaux projets de réforme sont actuellement à l'étude devant le Congrès. Souhaitons qu'ils donnent enfin à l'Amérique, un système bancaire en accord avec sa richesse, sa puissance, et son merveilleux esprit d'organisation.

VU : *Le Doyen,*
EDGARD ALLIX.

VU : *Le Président de Thèse,*
ROGER PICARD.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

- AFTALION. — *Monnaie et Industrie*. (Paris, Recueil Sirey, 1929).
— *L'or et sa distribution mondiale*. (Paris, Dalloz, 1932).
- AMERICAN ECONOMIC REVIEW.
- ANALYST (THE).
- BADIN (Laurent). — *La Politique Bancaire des Banques de Réserve Fédérales*. (Paris, Rousseau & C^{ie}, 1931).
- BANQUE NATIONALE POUR LE COMMERCE ET L'INDUSTRIE. — Bulletin mensuel.
- BOGEN (J. I.) et NADLER (M.). — *The banking Crisis*. (New York, Dodd, Mead & C^o, 1933).
- BORIS (George). — *La Révolution Roosevelt*. (Paris, Gallimard, 1934).
- BULLETIN QUOTIDIEN.
- BURGESS (W. Randolph). — *The Reserve Banks and the Money Market*. (New York, Harper & Bros, 1927).
- COMMERCIAL AND FINANCIAL CHRONICLE. — New York, années 1933 et 1934.
- ECONOMISTE EUROPÉEN. — Années 1932, 1933, 1934.
- EISLER (Robert). — *Un remède monétaire à la crise mondiale de chômage*. (Revue d'Economie politique, 1931).
- FEDERAL RESERVE BOARD. — Rapports annuels : 1929, 1930, 1931, 1932, 1933 ; Bulletins mensuels : 1932, 1933.

- 1934 (sauf décembre). (Washington, United States Government Printing Office).
- FILIPPI. — *La Stabilisation des Prix*. (Paris, Recueil Sirey, 1929).
- FISHER (Irving). — *Stabilizing the Dollar*. (New York, Macmillan C°, 1920).
- *The Stock Market crash, and after*. (New York, Macmillan C°, 1930).
- *The money illusion*. (New York, Adelphi, 1928).
- FREJDZON (Jacques). — *La Bourse de New-York*. (Paris, Les Presses Modernes, 1928).
- GOLDENWEISER (E. A.). — *Federal Reserve System in operation*. New York, Mac Graw Hill Book C°, 1923).
- HOUDAILLE (Jean). — *La crise bancaire aux Etats-Unis*. (Paris, Annales d'Histoire Economique et Sociale, janvier 1933).
- JOURNAL (THE) OF POLITICAL ECONOMY.
- KEISTER (Albert). — *Our Financial System*. (New York, Macmillan C°, 1929).
- KEMMERER (E. W.). — *The A. B. C. the Federal System System*. (Princeton, Princeton University Press, 1919).
- KEYNES (John Maynard). — *A treatise on Money*. (Londres, Macmillan & C°, 1930).
- *Monetary Reform*. (New York, Harcourt Brace & C°, 1924).
- *Essais de persuasion*. (Paris, Nouvelle Revue Française, 1933).
- LE PARC (Pierre). — *La crise de la Livre en septembre 1931*. (Paris, 1932).
- LESCURE (Jean). — *Des crises générales et périodiques de surproduction*. (Paris, Domat-Monchrestien, 1932).

- MALTERRE (André). — *La Politique des Banques Fédérales de Réserve*. (Corbeil, Imprimerie Fauvel, 1933).
- MELLAC (Christian). — *Le Contrôle du Crédit aux Etats-Unis*. (Paris, Rousseau & C^{ie}, 1933).
- MEYNAL (Pierre). — *La Vie Economique aux Etats-Unis*. (Revue d'Economie Politique, novembre 1931 et novembre 1933).
- QUALID (William). — *La réforme monétaire et bancaire aux Etats-Unis*. (Paris, Revue de Droit Bancaire, 1933).
- QUATERLY JOURNAL OF ECONOMICS.
- REVUE D'ECONOMIE POLITIQUE.
- REVUE DES SCIENCES POLITIQUES (1930 à 1934).
- ROBB (Thomas B.). — *The guaranty of Bank deposits*. (New York, Houghton Mifflin, 1921).
- ROGERS (J. H.). — *La Nouvelle Politique américaine de Crédit en fonction du maintien de l'étalon-or*. (Revue d'Economie Politique, mai 1932).
- ROOSEVELT (Franklin D.). — *Regards en avant*. (Paris, Denoël & Steel, 1933).
- ROZ (Firmin). — *Histoire des Etats-Unis*. (Paris, Garnier, 1930).
- RUEFF (Jacques). — *Théorie des Phénomènes monétaires*. (Paris, Payot, 1927).
- SIEGFRIED (André). — *Les Etats-Unis d'aujourd'hui*. (Paris, Armand Colin, 1928).
- SIEGFRIED (André) et DIVERS. — *L'Economie dirigée*. (Paris, Alcan, 1934).
- STEELS (Jean). — *La Banque à Succursales dans le système bancaire des Etats-Unis*. (Gand, Buyens, 1926).
- STOCK EXCHANGE PRACTICES. — *Hearings before a Sub Committee of the Committee on Banking and Currency*.

United States Senate, 72nd Congress. 2nd Session,
Volumes 1 à 6. (Washington, United States Govern-
ment Printing, Office 1933).

TIPPETTS. — *State Banks and the Federal Reserve System*.
(New York, 1929).

WARBURG (James). — *Expériences Américaines. — La Politi-
que Monétaire*. (Revue d'Economie Politique, septem-
bre 1934).

— *The Federal Reserve System*. (New York, Macmillan C°,
1930).

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	5
--------------------	---

PREMIERE PARTIE

Le système bancaire et monétaire des Etats-Unis avant la crise de 1933

CHAPITRE I. — <i>Organisation générale du Système bancaire</i>	9
--	---

National Banks et State Banks. — Le Federal Reserve System. — Ce qui est resté en dehors du Federal Reserve System. — Le marché monétaire. — Qualités et défauts de l'organisation bancaire américaine.

CHAPITRE II. — <i>La crise boursière d'octobre 1929.....</i> Les causes. — La crise.	29
---	----

CHAPITRE III. — <i>La crise monétaire d'octobre 1931..</i>	37
--	----

Causes américaines. — Causes internationales. — La crise.

CHAPITRE IV. — <i>Les mesures de contre-déflation de l'administration républicaine. — La Reconstruction Finance Corporation et le Glass Steagall Act..</i>	46
--	----

L. S., <i>Réorg. banc.</i>	20
----------------------------	----

La National Credit Corporation. — La Reconstruction Finance Corporation. — Le Glass Steagall Act. — Escompte direct par les Federal Reserve Banks. — La création des Federal Home Loan Banks. — Augmentation de la circulation des billets des National Banks.

CHAPITRE V. — <i>Les conclusions de la commission sénatoriale d'enquête</i>	63
---	----

Les profits personnels excessifs. — Les profits excessifs réalisés par certaines banques. — Confusion des banques de dépôts et des banques d'affaires. — Hostilité à l'égard du Federal Reserve System. — Les Investment Trusts. — Puisseance de certaines maisons de banque.

CHAPITRE VI. — <i>La crise bancaire de février-mars 1933</i>	82
--	----

DEUXIEME PARTIE

La réforme bancaire du Président Roosevelt

CHAPITRE I. — <i>L'opinion publique et les doctrines aux Etats-Unis le 4 mars 1933</i>	91
--	----

La popularité du Président Roosevelt. — La théorie monétaire du professeur Irving Fischer.

CHAPITRE II. — <i>Les mesures bancaires d'urgence</i>	100
--	-----

Le moratoire bancaire. — L'Emergency Banking Act. — La réouverture des banques. — Le Bank Conservation Act. — Assouplissement du Federal Reserve Act. — Souscription d'actions de préférence par la Reconstruction Finance Corporation. — La liquidation de la crise.

CHAPITRE III. — <i>Le Banking Act de 1933. — Caractères généraux</i>	115
--	-----

CHAPITRE IV. — <i>Le Banking Act. — Extension du Federal Reserve System</i>	118
---	-----

Modification des conditions d'admission dans le Federal Reserve System. — Autorisation aux banques existantes de créer des succursales plus nombreuses.

CHAPITRE V. — *Le Banking Act. — Contrôle des Member Banks* 125

Causes et buts du contrôle. — Limitation des avances sur titres. — Interdiction aux banques adhérentes d'agir comme intermédiaires pour les prêts aux brokers. — Interdiction aux banques adhérentes de faire des opérations sur titres pour leur compte. — Interdiction aux banques adhérentes d'acheter des immeubles. — Interdiction aux banques adhérentes de faire des avances à leurs directeurs. — Composition plus stricte du Conseil d'administration. — Sanctions directes contre les administrateurs ou directeurs de banques. — Droit de limiter les retraits des déposants.

CHAPITRE VI. — *Le Banking Act. — Contrôle des organismes étrangers au Federal Reserve System* .. 139

Contrôle des rapports des banques adhérentes avec leurs filiales. — Contrôle des Holdings possédant des actions de banques adhérentes. — Séparation complète des banques adhérentes et des sociétés financières.

CHAPITRE VII. — *Le Banking Act. — Limitation des intérêts et garantie des dépôts* 155

La limitation des intérêts servis aux déposants. — Structure et ressources de la Federal Deposit Insurance Corporation. — Fonctionnement de la Federal Deposit Insurance Corporation. — Le fonds provisoire d'assurance. — Valeur du principe de l'assurance des dépôts.

CHAPITRE VIII. — *Le Banking Act. — Mesures de réorganisation intérieure* 177

Suppression de la double responsabilité des actionnaires des National Banks. — Contrôle des rela-

tions des Federal Reserve Banks avec l'étranger.
 — Modification des règles de répartition des
 bénéfices des Federal Reserve Banks. — Obliga-
 tion de la juridiction fédérale pour tous les pro-
 cès où une Federal Reserve Bank est engagée.
 — Création de l'Open Market Committee. —
 Modification de la durée des fonctions des mem-
 bres du Federal Reserve Board. — Présidence du
 Federal Reserve Board. — Siège du Federal Re-
 serve Board. — Dépenses et ressources du Fede-
 ral Reserve Board. — Conclusion.

CHAPITRE IX. — *Autres lois bancaires* 187

Le Code d'honnête concurrence des banquiers. —
 La loi autorisant les avances directes des Federal
 Reserve Banks à l'industrie.

TROISIEME PARTIE

La réforme boursière du Président Roosevelt

CHAPITRE PREMIER. — *Le Federal Securities Act de 1933* 195

Caractères généraux. — Déclaration obligatoire.
 — Contrôle des prospectus. — Valeurs exemp-
 tées. — Responsabilité personnelle des émet-
 teurs. — La Société des porteurs de valeurs
 étrangères.

CHAPITRE II. — *Le Securities Exchange Act de 1934*... 209

Justification de la législation. — Organisation offi-
 cielle des bourses. — Déclaration des titres cotés.
 — Couverture des opérations à découvert. —
 Les prêts aux brokers. — Contrôle de la régé-
 larité des opérations. — Sanctions.

QUATRIEME PARTIE

La politique monétaire du Président Roosevelt

CHAPITRE PREMIER. — *La crise monétaire et les mesures
 d'urgence (4 mars-7 avril 1933)*..... 225

Caractères généraux de la crise du dollar. — La crise du mois de mars 1933. — Les mesures d'urgence pour la défense du dollar.

CHAPITRE II. — *L'abandon volontaire de l'étalon-or*
(avril-août 1933) 234

La solidité du dollar en avril 1933. — L'abandon de l'étalon-or (19 avril 1933). — L'influence de la théorie économique. — L'influence des fermiers. — L'influence des industries exportatrices. — La doctrine officielle. — Inconvénients de l'abandon de l'étalon-or. — Le décret du 5 avril 1933. — Le décret du 20 avril 1933. — Le Farm Relief Act (Amendement Thomas). — L'abrogation de la clause or.

CHAPITRE III. — *La recherche d'un niveau de stabilisation du dollar par rapport à l'or* (août 1933-septembre 1934) 259

L'évolution du dollar dans le deuxième semestre de 1933. — Les décrets des 28 et 29 août 1933. — Le décret du 25 octobre 1933. — L'ordonnance du 28 décembre 1933. — Le décret du 15 janvier 1934. — Les principes du Gold Reserve Act. — La nationalisation de l'or. — Le fonds de stabilisation. — Stabilisation provisoire.

CHAPITRE IV. — *La résurrection du bimétallisme* 280

Les origines du réveil du bimétallisme. — La Conférence de Londres. — Le Gold Reserve Act. — Le Silver Purchase Act. — La nationalisation de l'argent.

CONCLUSION 295

BIBLIOGRAPHIE 301

CAEN

Imprimerie A. OLIVIER, M. CARON & Cⁱ

.34, rue Demolombe

